

**УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ”- ШТИП**  
**ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**  
**Студиска програма**  
**ФИНАНСИСКО ИЗВЕСТУВАЊЕ И РЕВИЗИЈА**

**Ивана Ивановска Рунтева**

**Магистерски труд**

**Оценка на оперативните и финансиските перформанси на  
компаниите, со посебен осврт на ризичноста од  
вложувањата во хартии од вредност**

**Штип, декември 2015**

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

**Комисија за оценка и одбрана:**

Ментор: Проф. д-р Оливера Ѓоргиева - Трајковска

Член: Проф. д-р Трајко Мицески

Член: Доц.д-р Благица Колева

*Ивана Ивановска Рунтева*

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

**На моето семејство...**

### **Краток извадок**

Финансиската анализа има задача да ја објасни релацијата помеѓу одделните ставки на финансиските извештаи, кои комбинирани на најразлични начини даваат значајни информации поврзани со ликвидноста, задолженоста, профитабилноста и другите аспекти од работењето на една компанија. Секое инвестирање е проследено со прибирање податоци за минатото работење на компанијата, остварените резултати, нејзината ликвидност, исплатените дивиденди, инвестирањето во сопствениот раст и сл. Сите овие минати резултати и одлуки влијаат врз профитот кој ќе го остварува компанијата во иднина, а со тоа и врз прерцепцијата за заработувачката од инвестирањето на средствата на сите субјекти кои гледаат перспектива во работењето на избраната компанија и остварување на нивните поединечни цели. На тој начин, преку финансиската анализа и пресметката на финансиските показатели, стејкхолдерите го препознаваат и го оценуваат ризикот од инвестирање во самите хартии од вредност на компанијата. Тргувајќи од овој факт, особено е јасно зошто се посветува големо внимание токму на финансиската анализа, како и на финансиските показатели и методи кои се користат при нејзино спроведување

Предмет на мојот магистерски труд е токму финансиската рачна анализа и нејзината примена во донесувањето одлуки за инвестирање во хартиите од вредност на компаниите и нивната ризичност. Теоретскиот дел на трудот е збогатен со голем број практични примери за пресметка на финансиските показатели, преку кои се врши оценка на оперативното и финансиското работење на компаниите, како и со практична анализа на работењето на акционерското друштво Макпетрол АД Скопје, како лидер во трговијата со нафтени деривати во нашата држава.

**Клучни зборови:** перформанси, анализа, ризичност, инвестиции, финансиски резултат, поврат на средства

### **Abstract**

Financial analysis has task to explain the relation between individual items of financial statements, which combined in different ways, give important information about liquidity, debts, profitability, and other aspects of company's working. Every investment is followed with collecting data about past performance of the company, financial results, its liquidity, paid dividends, investing in its own growth and so on. All past results and decisions affect company's future profit, and from here they have influence on earnings from investment. In this way, through financial analysis and calculation of financial indicators stakeholders recognize and assess the risk of investing in company's securities. Considering this fact, it is clear why financial analysts pay great attention to financial analysis, financial indicators and methods used in its implementation.

The subject of my master's thesis is exactly the financial ratio analysis and its application in the decision making about investing in the securities of the companies and their risk. The theoretical part will be supported with large number of examples about financial indicators and their calculation in order to assess the operational and financial performance of companies. My master's thesis is finished with analysis of the operation of the corporation "Makpetrol" AD Skopje, as a leader company in trade in petroleum products in the country.

**Key words:** performance, analysis, risk, investment, financial results, return on assets

## СОДРЖИНА

<b>ВОВЕД.....</b>	<b>9</b>
<b>1. ОСНОВИ НА ФИНАНСИСКАТА АНАЛИЗА.....</b>	<b>13</b>
1.1 Цели и задачи на финансиската анализа.....	13
<b>2. ФИНАНСИСКИ ИЗВЕШТАИ И СМЕТКОВОДСТВЕНИ КОНЦЕПТИ.....</b>	<b>15</b>
2.1 Биланс на состојба.....	15
2.2 Биланс на успех.....	20
2.3 Извештај за парични текови.....	25
2.4 Извештај за промена на капиталот.....	29
2.5 Белешки и дополнителни објаснувања.....	31
2.6 Сметководствени дефиниции.....	32
2.7 Сметководствени принципи.....	33
<b>3. ФИНАНСИСКИ ПОКАЗАТЕЛИ И ДРУГИ МЕРИЛА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ.....</b>	<b>36</b>
3.1 Финансиски показатели за оценка на оперативните перформанси.....	37
3.1.1 Поврат на средства (ROA).....	37
3.1.2 Нето-профитна маржа.....	41
3.1.3 Обрт на вкупни средства.....	42
3.1.4 Приход по вработен.....	43
3.1.5 Обрт на побарувања од купувачите.....	45
3.1.6 Обрт на обврски кон добавувачите.....	47
3.1.7 Коефициент на обрт на залихите.....	50

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

3.1.8 Показател на обрт на постојани средства.....	52
<b>3.2 Финансиски показатели за оценка на финансиските перформанси.....</b>	<b>54</b>
3.2.1 Поврат на капитал (ROE).....	54
3.2.2 Врската помеѓу ROA и ROE.....	55
3.2.3 Стапка на заработка по акција.....	58
3.2.4 Целосно разводната заработка по акција.....	59
3.2.5 Рацио цена/заработка.....	61
<b>3.3 Мерење на ризикот во работењето.....</b>	<b>62</b>
3.3.1 Тековно рацио.....	62
3.3.2 Старост на побарувања – Ризикот од ненаплатливи побарувања,.....	64
3.3.3 Исправка на вредност на ненаплатливи побарувања.....	65
3.3.4 Брзо рацио.....	66
3.3.5 Парични текови од оперативни активности наспроти тековните обврски .....	67
3.3.6 Мерење на ликвидносниот ризик на долг рок.....	68
- Рацио долг/капитал.....	69
- Стапка на покриеност на каматата.....	70
<b>3.4 Значење на финансиските показатели и нивни ограничувања.....</b>	<b>72</b>
<b>4. ФАКТОРИ КОИ ЈА ДЕТЕРМИНИРААТ БАРАНАТА СТАПКА НА ПРИНОС.....</b>	<b>73</b>
<b>4.1 Компоненти на каматната стапка.....</b>	<b>73</b>
4.1.1 Безризична стапка на принос.....	74
4.1.2 Стандардна премија за ризик.....	74
4.1.3 Премија за ликвидност.....	75

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

4.1.4 Премија за ризик до доспевање.....	75
4.2 Предвидување на каматните стапки- Теорија на очекувањата.....	75
<b>5. ВРЕДНУВАЊЕ НА ОБВРЗНИЦИТЕ.....</b>	<b>77</b>
5.1 Каматна стапка наспроти дисконтна стапка.....	77
5.2 Отповикливи обврзници.....	80
5.3 Конвертибилни обврзници.....	81
<b>6. ВРЕДНУВАЊЕ НА АКЦИИ.....</b>	<b>84</b>
6.1 Основни методи за вреднување на акции и нивните предности и слабости.....	91
6.1.1 Вреднување на акции врз основа на паричните текови.....	91
6.1.2 Вреднување на акции врз основа на заработката.....	93
6.1.3. Вреднување на акции врз основа на продажбата.....	94
<b>7. СТУДИЈА НА СЛУЧАЈ - ПРЕСМЕТКА НА ФИНАНСИСКИТЕ И ОПЕРАТИВНИТЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА КОМПАНИЈАТА МАКПЕТРОЛ АД СКОПЈЕ .....</b>	<b>96</b>
7.1 Пресметка и толкување на основните финансиски и оперативни показатели за компанијата Макпетрол АД Скопје.....	100
<b>8. ЗАКЛУЧОК.....</b>	<b>121</b>
<b>9. БИБЛИОГРАФИЈА.....</b>	<b>127</b>



## Вовед

*„Финансиската анализа претставува ставање на расположливите податоци и информации во однос, за да се дојде до продлабочени сознанија за значајни фактори, а со цел утврдување на веројатноста на грешките и трендовите и делување во насока на нивно поместување во саканиот правец.“<sup>1</sup>*

Финансиската анализа се разликува од финансиското известување. Финансиското известување обезбедува минати и сегашни финансиски информации, додека финансиската анализа врши сортирање на богатството на информации и нивна анализа со цел да се погледне „напред“<sup>2</sup>.

Анализата на финансиските извештаи претставува употреба на сметководствените податоци во процесот на донесување деловни и инвестициски одлуки. Финансиските извештаи претставуваат прегледи кои го опфаќаат целокупното работење на компанијата. Процесот на анализа на финансиските извештаи е дизајниран за да им помогне на деловните луѓе, инвеститорите и кредиторите да научат како да ги читаат, да ги интерпретираат и да ги анализираат подготвените финансиски извештаи. Таа се фокусира пред сè на финансиските показатели кои ги користат аналитичарите, инвеститорите, менаџерите и другите заинтересирани субјекти со кои се врши евалуација на финансиската состојба, оперативните перформанси и готовинските текови на работењето на компаниите.

Субјектите кои обезбедуваат капитал на компанијата (инвеститорите) и нивните советници, се засегнати со ризикот кој е својствен за инвестициите и повратот кој тие го обезбедуваат, т.е. сигурноста и ефикасноста на нивните вложувања. Тие имаат потреба од информации кои ќе им помогнат да одлучат дали да купат, да чуваат или да продадат удели или акции во компанијата. Акционерите, исто така, се заинтересирани за информациите од финансиските

---

<sup>1</sup>Д-р Фотов Р. „Финансиски менаџмент“, Универзитет „Гоце Делчев“- Штип, 2010 год, стр.66

<sup>2</sup>Peterson P. Pamela & Fabozzi J. Frank , "Analysis of financial statements", John Wiley&Sons, 2013

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

извештаи на компаниите, бидејќи тие им овозможуваат да ја проценат способноста на деловниот субјект да исплаќа дивиденди, како и проценка на можноста за остварување на капитални добивки. Акционерите инвестираат капитал во компанијата надевајќи се дека ќе остварат барем просечен профит од својата инвестиција. Тие очекуваат профитот од инвестицијата да биде што е можно поголем; менаџментот на компанијата е пред сè заинтересиран да го зачува и да го зголеми капиталот кој сопствениците на капиталот му го довериле. Доколку не се остварат очекувањата на акционерите, тие своето незадоволство можат да го искажат на повеќе начини, како што би било промена на менаџерскиот тим, продажба на акциите и др.

При донесувањето стратешки одлуки за инвестирање на своите средства, акционерите ги користат информациите од финансиските извештаи на една компанија за проценка на следното:

- обемот на продажбата - остварените приходи од редовни активности;
- бруто и нето профитната маржа;
- остварената бруто и нето добивка;
- начинот на распределба на добивката;
- износот на дивидендата по акција;
- реинвестираната добивка и нејзината намена;
- видот и обемот на паричните текови;
- стапката на обрт на капиталот;
- плановите и насоките за работење во наредниот период и др.

Истражувајќи ги односите и врските кои постојат помеѓу позициите во финансиските извештаи, финансиската анализа овозможува правилна проценка на финансиската состојба на компанијата, перформансите и неговата ликвидност. Со цел да се оствари оваа задача, финансиските аналитичари користат неколку методи на анализа, како што се: хоризонтална анализа, вертикална анализа, анализа на финансиските показатели, анализа на нето-обртен капитал и левериџ анализа.

Финансиската анализа треба да биде систематска и ефикасна така што ќе му овозможи на аналитичарот утврдување на грешките во работењето на компанијата преку употреба на финансиските податоци.<sup>3</sup>

Предмет на мојот магистерски труд е токму финансиската анализа претставена преку пресметка на финансиските показатели на компаниите и оценка на нивните оперативни и финансиски перформанси. Теоретскиот дел ќе го поткрепам со голем број практични примери за пресметка на финансиските показатели и нивно толкување. На крај, целокупната обработка на наведената тема ќе ја збогатам со анализа на работењето на компанијата Макпетрол АД Скопје, преку пресметка на финансиските показатели за временски период од 5 години и донесување заклучоци за целокупната слика на нејзиното работење.

Структурата на магистерскиот труд се состои од седум дела.

Воведниот дел, *Основи на финансиската анализа*, содржи теоретска обработка на финансиската анализа, нејзините алатки и сигналите кои укажуваат на претпазливост и неправилности во работењето.

Во втората глава, *Краток осврт кон финансиските извештаи и основните сметководствени концепти*, накратко се објаснети основните финансиски извештаи кои ги изготвуваат компаниите-биланс на состојба, биланс на успех, извештај за парични текови, извештај за промени во капиталот, белешките и дополнителните објаснувања кои ги поткрепуваат финансиските извештаи и основните сметководствени принципи и дефиниции.

Третата глава, *Финансиски показатели и други мерила на оперативните и финансиските перформанси на компаниите*, се состои од три основни групи на показатели - показатели за мерење оперативни перформанси, финансиски показатели за оценка на финансиските перформанси и показатели за мерење на ризикот од работење. Овој дел се состои од теоретско објаснување на сите

---

<sup>3</sup>Palepu & Healy, "Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements", Thomson Learning, 2008, 1-4

показатели и начинот на нивна пресметка поткрепени со практични примери и толкување на добиените резултати.

Четвртата глава, *Фактори кои ја детерминираат бараната стапка на принос*, се става акцент на бараната стапка на принос од страна на инвеститорите и основните компоненти кои ја детерминираат.

Во петтата глава, *Вреднување на обврзниците*, се опфатени обврзниците како хартии од вредност, нивното вреднување, со осврт на два основни вида обврзници-отповикливите обврзници и конвертибилните обврзници, нивните карактеристики и атрактивност за инвеститорите.

Шестата глава, *Вреднување на акции*, е посветена на акциите како хартии од вредност кои ги издаваат компаниите и нивното вреднување. Во овој дел се опфатени три основни методи на вреднување на акциите:

- Вреднување на акции врз основа на паричните текови
- Вреднување на акции врз основа на заработката
- Вреднување на акции врз основа на продажбата

На крајот, седмата глава, *Студија на случај-пресметка на финансиските и оперативните перформанси за компанијата Макпетрол АД Скопје*, претставува практична примена на финансиските показатели за оценка на работењето на конкретно претпријатие. Финансиските показатели се однесуваат на период од 5 години (2010-2014-та година) со цел да се направи нивна временска споредба и оценка на финансиските и оперативните перформанси на компанијата. Анализата е направена врз основа на ревидираните финансиски извештаи на Макпетрол АД Скопје објавени на нејзината web страница. Врз основа на пресметка на сите финансиски показатели се добива целосна слика за работењето на анализираната компанија и основните причини кои придонеле за остварениот финансиски резултат како и препораки за преземање корективни мерки.

## **1. Основи на финансиската анализа**

### **1.1 Поим, цели и задачи на финансиската анализа**

Финансиската анализа претставува селекција, евалуација и интерпретација на финансиските податоци и други важни информации, со цел да се изврши оценка на оперативните перформанси и финансиската состојба на компанијата.

Оперативните перформанси претставуваат мерило за тоа колку добро компанијата ги користи своите средства, материјални и нематеријални, со цел да оствари поврат на вложените средства. Финансиската позиција на компанијата е мерило на способноста на компанијата да ги исполни доспеаните обврски, како што е на пример плаќањето на камата на земаниот долг навремено.

Финансиското известување претставува колекција и презентација на тековните и историски финансиски информации за работењето на компанијата. Ваквото известување вклучува годишни извештаи доставени до стејхолдерите, како и различни соопштенија за јавноста, издадени од страна на компанијата. Финансиската анализа ги зема предвид ваквите информации, врши нивна оценка и евалуација и ги користи во насока на утврдување на минатите перформанси и состојба на компанијата, а што е уште поважно, во насока на предвидување на нејзините идни перформанси и состојба.

Финансиските аналитичари мораат да утврдат кои финансиски информации ќе бидат предмет на нивна анализа (финансиски извештаи, пазарни информации, економски информации и сл.) и колкав опсег на информации ќе анализираат ( пет години, десет години..). Дел од оваа анализа бара од финансиските аналитичари утврдување на квалитетот на информациите. Иако компаниите чијшто акции се предмет на јавно тргување, мораат да ги изготват своите финансиски извештаи во согласност со МСФИ или општоприфатените финансиски принципи (GAAP)<sup>4</sup>, сепак

---

<sup>4</sup> Гаар претставуваат заеднички сет на сметководствени принципи, стандарди и процедури кои компаниите ги користат при составувањето на нивните финансиски извештаи

сè уште постои одредена слобода која ја има самата компанија во рамките на овие принципи, чијшто степен треба да биде утврден од страна на финансиските аналитичари.

Финансиските аналитичари имаат на располагање голем број алатки при анализата на финансиските извештаи. Овие алатки вклучуваат финансиска рачноанализа и квантитативна анализа. Како и да е, она што е најважно, е да се знае како да се искористат овие алатки на најефективен начин. Многу скандали коишто настанаа во минатите години, всушност, биле резултат на манипулациите во користењето на финансиската анализа. Иако не е можно да се откријат и да се спречат сите случаи на измама и манипулација, аналитичарите со текот на годините, а врз основа на стекнатото искуство, утврдиле голем број сигнали, т.н. red flags, коишто укажуваат на одредени пропусти и неправилности и истовремено се знаци за поголема претпазливост. Примери за вакви сигнали се:

- раст на приходот кој е надвор од линијата со другите компании во рамките на истата индустрија;
- профити кои се зголемуваат со многу поголема стапка од паричните текови генерирани од активностите;
- исчезнување на долгот од билансот на состојба и сл.

### ***Пример 1:***

Компанијата X остварува раст на приходите, во десетгодишен период, од 9,1 милијарди долари во 1990-та година, на 100 милијарди долари во 2000-тата година. Со други зборови, нејзините приходи растеле со просечна стапка од 61% во година. Во текот на овој период растеле исто така и долговите на компанијата, од 76% на 82% долг во однос на нејзините средства. Компанијата X остварува значителен раст, но истовремено и објавува значителен долг, станувајќи една од најголемите корпорации во САД за помалку од 15 години, од моментот кога почнува јавното тргување на нејзините акции.

Она што е интересно е фактот што компанијата остварува значително поголеми приходи во однос на другите компании со иста големина. На пример, во 2000-та година компанијата X остварува приход од 5 милиони долари по вработен, додека компанијата Y остварува 2 милиони долари по вработен, а компанијата Z само 0,4 милиони долари по вработен. Компанијата била вовлечена во скандал, којшто делумно се однесувал на исчезнување на долгот од нејзиниот биланс на состојба. Во финансиските обелоденувања компанијата X објавила во нејзините фусноти во 10-K формуларот (во 2000-та година) дека формирала целосно поседувани партнерства и партнерства во кој е мнозински сопственик. Резултатот од сето ова е следниот:

- средства и обврски на компанијата X не се појавиле директно во нејзиниот биланс на состојба;
- добивки остварени од страна на компанијата како резултат на поседуваните акции во партнерствата нашле место во нејзиниот биланс на успех.

Оттука, при оценка на работењето на компанијата и донесување деловни одлуки особено важно е да се земат предвид сите аспекти на работењето на компанијата со цел да се добие целосна слика за нејзиното позитивно или негативно работење и обезбедување солидна и веродостојна информациска основа која ќе обезбеди донесување правилни одлуки.

## **2. Финансиски извештаи и сметководствени концепти**

### **2.1 Биланс на состојба**

Билансот на состојба (извештајот за финансиската состојба) претставува слика за финансиската состојба на компанијата на точно утврден ден. Билансот на состојба е извештај за средствата, обврските и капиталот на претпријатието на наведениот датум. Без разлика на формата збирот на горната половина (или

левата половина) секогаш ќе биде еднаков на збирот на долната половина (или десната половина).<sup>5</sup>Извештајот за финансиска состојба е особено значаен финансиски извештај, меѓутоа тој има два основни недостатоци. Првиот е тоа што иако според теоријата е важно да се има салдо на вредностите на сите средства поседувани од страна на компанијата, овие вредности често се докажуваат како неостварливи во реалноста. Второ, многу од ставките имаат своја вредност и можат да бидат толкувани, барем од страна на непрофесионалците, како средства, но не сите од нив можат да заземат свое место во билансот на состојба. На пример, секој ја знае вредноста на човечкиот капитал (вештините и креативноста на вработените), но никој не открил соодветен метод на негово вреднување кој би го рефлектирал во извештајот за финансиска состојба.

Извештајот за финансиска состојба вклучува ставки кои ги презентираат следните износи:

- (а) пари и парични еквиваленти;
- (б) трговски и други побарувања;
- (в) финансиски средства (исклучувајќи ги износите прикажани под (а), (б), (с), (и));
- (г) залихи;
- (д) недвижности, постројки и опрема;
- (ф) вложувања во недвижности евидентирани по објективна вредност преку добивката или загубата;
- (е) нематеријални средства;
- (ж) биолошки средства евидентирани по набавна вредност, намалена за акумулираната амортизација и загубата за обезвреднување;
- (з) биолошки средства евидентирани по објективната вредност преку добивката или загубата;
- (с) вложувања во придружни ентитети;
- (и) вложувања во заеднички контролирани ентитети;

---

<sup>5</sup>Институт за овластени ревизори, „Финансиско известување“, 2009, стр.55



ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

- (j) трговски и други обврски;
- (к) финансиски обврски (исклучувајќи ги износите прикажани под (j) и (м));
- (л) обврски и средства за тековен данок;
- (љ) одложени даночни обврски и одложени даночни средства (овие секогаш се класифицирани како нетековни);
- (м) резервирања;
- (н) неконтролирано учество презентирано во рамки на главнината, одделно од главнината што е впишана кај сопствениците на матичното друштво;
- (њ) главнина впишана кај сопствениците на матичното друштво.<sup>6</sup>

Сите овие ставки се групирани во три големи групи - средства, обврски и капитал.

Средства претставуваат сè што компанијата има и може да користи: недвижен имот, мебел, машини, ситен инвентар, парични средства, хартии од вредност, побарувања и инвентар.

Обврски го претставуваат долгот кој компанијата го има кон други субјекти. Овде спаѓаат: заеми, банкарски кредити, неподмирени долгови, обврски за плати на вработените (заработени, но сè уште неисплатени плати, кои наоѓаат свое место во финансиските извештаи во вид на обврски) и обврски за закуп.

Капиталот е вредноста која останува откако сите средства ќе се продадат според нивната книговодствена вредност и доколку им се вратат сите долгови на доверителите. Капиталот претставува резидуален интерес во средствата на компанијата кој останува по намалување на неговите обврски.<sup>7</sup> Капиталот вклучува две ставки, вложениот капитал и задржаната добивка (акумулирана добивка). Задржаната добивка претставува вкупна вредност од сите остварени профити и загуби од денот кога бил започнат бизнисот, па до датумот на билансот

---

<sup>6</sup>[http://www.finance.gov.mk/files/u11/ifrs\\_for\\_sms.pdf](http://www.finance.gov.mk/files/u11/ifrs_for_sms.pdf)

<sup>7</sup>H. Gibson Charles, *"Financial reporting & Analysis"*, 2003, p.5

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

на состојба, намалена за исплатените дивиденди. Оттука, нето-добивката ја зголемува, а нето-загубата ја намалува акумулираната добивка.

Средствата всушност се ресурсите кои ги поседува компанијата, а обврските и капиталот претставуваат начин на финансирање на тие ресурси. Средствата, обврските и капиталот имаат меѓусебна врска. Вкупните средства мора секогаш да бидат еднакви на збирот од обврските и капиталот. Или, искажано преку основната сметководствена равенка за билансна рамнотежа,

$$\text{Средства} = \text{обврски} + \text{капитал}$$

Во продолжение следи Извештајот за финансиска состојба<sup>8</sup> на Алкалоид АД Скопје за 2013-та година, од кој може да се забележи дека вкупниот износ на средства изнесува 8 903 788 денари, исто како и збирот на обврските и капиталот, односно постои т.н. финансиска рамнотежа.

---

<sup>8</sup><http://www.mse.mk/mk/issuer/alkaloid-ad-skopje>

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Година: 2014

Извештајот е консолидиран: не

## Биланс на состојба

(Извештај за финансиската состојба)

Податоците се во 000 денари

Позиција	Претходна година	Тековна година	Индекси
<b>СРЕДСТВА</b>			
ПОСТОЈАНИ СРЕДСТВА	4,645,300	4,620,831	99
Нематеријални средства	742,325	886,800	119
Материјални средства	3,759,478	3,532,675	94
Недвижности	2,793,312	2,622,902	94
Постройки, опрема, транспортни средства, алат, погонски и канцелариски инвентар и мебел	927,822	894,587	96
Биолошки средства	0	0	0
Останати материјални средства	38,344	15,186	40
Вложувања во недвижности	0	0	0
Долгорочни финансиски средства	105,450	167,336	159
Вложувања во подружници	102,259	163,615	160
Вложувања во придружени претпријатија	0	0	0
Побарувања по дадени долгорочни заеми	0	0	0
Вложувања во хартии од вредност	3,191	3,721	117
Останати долгорочни финансиски средства	0	0	0
Долгорочни побарувања	20,499	16,472	80
Одложено даночно средство	17,548	17,548	100
ТЕКОВНИ СРЕДСТВА	4,203,295	4,282,957	102
Залихи	1,421,548	1,574,759	111
Побарувања од купувачите	2,558,556	2,444,840	96
Останати побарувања	119,108	107,747	90
Краткорочни вложувања	1,930	1,929	100
Пари и парични еквиваленти	91,869	124,922	136
Платени трошоци за идните периоди и пресметани приходи (АВР)	10,284	28,760	280
ВКУПНО СРЕДСТВА	8,848,595	8,903,788	101
ВОНБИЛАНСНА ЕВИДЕНЦИЈА - АКТИВА			0
ГЛАВНИНА И РЕЗЕРВИ И ОБВРСКИ			
ГЛАВНИНА И РЕЗЕРВИ	7,432,753	7,554,047	102
Основна главнина и ревалоризациони резерви	2,205,348	2,197,095	100
Резерви	1,900,056	1,716,461	90
Акумулирана добивка (загуба)	3,327,349	3,640,491	109
Малцински удел	0	0	0
ОБВРСКИ	1,415,842	1,349,741	95
ТЕКОВНИ ОБВРСКИ	1,338,216	1,323,495	99
Обврски спрема добавувачи и останати обврски	843,644	873,238	104
Обврски за краткорочни кредити и хартии од вредност	390,745	304,821	78
Краткорочни резервирања	0	0	0
Обврски кон државата	2,801	67,287	2,402
Останати краткорочни обврски	0	0	0
Одложено плаќање на трошоци и приходи на идните периоди (ПВР)	101,026	78,149	77
Обврски по основ на нетековни средства (или групи за отуѓување) кои се чуваат за продажба и прекинати работења	0	0	0
ДОЛГОРОЧНИ ОБВРСКИ	77,626	26,246	34
Обврски за долгорочни кредити и хартии од вредност	51,498	1,648	3
Обврски кон добавувачи и останати долгорочни обврски	0	0	0
Останати долгорочни резервирања	19,215	24,598	128
Одложени даночни обврски	6,913	0	0
ГЛАВНИНА И РЕЗЕРВИ И ОБВРСКИ	8,848,595	8,903,788	101
ВОНБИЛАНСНА ЕВИДЕНЦИЈА-ПАСИВА			0

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Од приложениот биланс на состојба на компанијата Алкалоид АД Скопје за пресметковната 2014-та година можеме да видиме дека тековните средства учествуваат со 48,10% во вкупните средства на компанијата, додека постојаните средства претставуваат 51,9% од вкупните средства прикажани во билансот на состојба. Во поглед на структурата на капиталот, најголемиот дел од капиталот е обезбеден по пат на внатрешни извори на финансирање. Вкупните обврски на претпријатието (од кои најголемиот дел се тековни) учествуваат со само 15,16% во капиталот на компанијата. Во однос на претходната година нема значајни промени во билансните позиции, со исклучок на обврските кои во 2014 година се намалиле за 66 101 000 денари што се должи главно на намалување на долгорочните обврски, како и зголемување на тековните средства во рамки на активата за 79 662 000 денари.

## 2.2 Биланс на успех

Билансот на успех или т.н. Извештај за заработките или Оперативен извештај, ги вклучува сите приходи и расходи на една компанија кои се однесуваат на конкретен временски период. Основна цел при анализирањето на билансот на успех е утврдување дали приказната содржана во овој финансиски извештај е добра, лоша или рамнодушна. За да ја оствари оваа цел, аналитичарот врши споредба на билансот на успех на компанијата за тековниот период со оние од минатото, како и споредба со билансите на успех на другите компании. По пат на користење едноставни техники, аналитичарот може да дојде до голем број информации, но она што е поважно е квалитетот на информациите до кои ќе дојде. Внимателниот аналитичар мора да утврди колку точно билансот на успех ги рефлектира остварените приходи, трошоци и заработки.

Крајна линија во овој финансиски извештај претставува нето-добивката (она што останува по одземање на сите расходи од приходите) или нето-загубата, во случаите кога расходите се поголеми од остварените приходи. Нето-добивката и

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

нето-загубата претставуваат мерило за богатството и загубите кои ги остварува компанијата во одреден пресметковен период, најчесто во период од една година.

**Приходи – Расходи = Финансиски резултат**

При пресметувањето на финансискиот резултат може да се користи еден од двата метода: метод на трошоци на продадени учиноци и метод на вкупни трошоци.

Суштината на методот на трошоци на продадени учиноци е пресметка на финансискиот резултат која започнува со спротиставување на приходите од продажба на готовите производи со трошоците на продадени производи. Кај овој метод се јавуваат неколку важни категории на добивка: бруто-добивка, оперативна добивка, добивка пред оданочување и нето-добивка. Пример за примена на овој метод е билансот на успех на компанијата Алкалоид АД Скопје, за пресметковната 2014-та година.



## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Друштво: Алкалоид АД Скопје

Период на известување: 01.01 - 31.12

Година: 2014

Извештајот е консолидиран: не

**Биланс на успех**

(Извештај за сеопфатна добивка)

Податоците се во 000 денари

Р.Б.	Позиција	Претходна година	Тековна година	Индекси
		кумулятивно од почетокот на годината	кумулятивно од почетокот на годината	во однос на претходна година
1	Приходи од продажба	5,704,191	5,783,738	101
1a	Приходи од продажба на домашен пазар	2,259,247	2,354,085	104
16	Приходи од продажба на странски пазар	3,444,944	3,429,653	100
2	Трошоци на продадени производи и услуги	2,988,077	3,056,790	102
3	<b>БРУТО ДОБИВКА</b>	<b>2,716,114</b>	<b>2,726,948</b>	<b>100</b>
4	Административни трошоци	267,821	295,007	110
5	Трошоци за продажба и маркетинг (дистрибуција)	1,752,176	1,670,000	95
6	Резервирања за трошоци и ризици	0	5,383	0
7	Останати оперативни приходи	119,561	148,828	124
8	Вредносно усогласување (обезвреднување) на нетековни и тековни средства и останати оперативни расходи	131,098	159,972	122
9	<b>ОПЕРАТИВНА ДОБИВКА / ЗАГУБА</b>	<b>684,580</b>	<b>745,414</b>	<b>109</b>
10	Финансиски приходи	2,182	1,359	62
10a	Приходи од вложувања, заеми и камати и курсни разлики	2,182	1,359	62
106	Останати приходи од финансирање	0	0	0
10в	Удел во добивката на придружените друштва	0	0	0
11	Финансиски расходи	32,214	22,866	71
11a	Расходи по основ на камати, курсни разлики и слични расходи	32,214	22,866	71
116	Останати расходи од финансирање	0	0	0
11в	Удел во загубата на придружените друштва	0	0	0
12	<b>Добивка/ загуба од редовно работење</b>	<b>654,548</b>	<b>723,907</b>	<b>111</b>
13	Добивка/ загуба од прекинато работење пред оданочување	0	0	0
14	<b>Добивка/ загуба од редовно работење пред оданочување</b>	<b>654,548</b>	<b>723,907</b>	<b>111</b>
15	Данок од добивка	34,715	94,780	273
16	<b>Нето добивка/загуба по оданочување</b>	<b>619,833</b>	<b>629,127</b>	<b>101</b>
17	Малцински интерес	0	0	0
18	<b>Нето добивка/загуба која им припаѓа на акционерите на друштвото</b>	<b>619,833</b>	<b>629,127</b>	<b>101</b>
19	Нето останата сеопфатна добивка/загуба	0	0	0
20	<b>Вкупна сеопфатна добивка/загуба</b>	<b>619,833</b>	<b>629,127</b>	<b>101</b>

Од билансот на успех за пресметковната 2014-та година можеме да воочиме дека како во претходната така и во тековната година претпријатието Алкалоид АД Скопје остварило позитивен финансиски резултат. Трошоците на продадени производи претставуваат 47,15% од остварените приходи (односно се

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

незначајно помали во однос на претходната пресметковна година кога процентот изнесувал 46,61%). Нето добивката претставува 10,87% од приходите од продажба на компанијата, односно на секој денар приходи од продажба компанијата остварила 0,108 денари нето-добивка.

Вториот метод на пресметка на финансискиот резултат, методот на вкупни трошоци, претставува спротиставување на вкупните приходи на компанијата со вкупните расходи. Пример за составување на билансот на успех со примена на овој метод е билансот на успех за 2014-та година на компанијата Витаминка АД Скопје.

**Биланс на успех**

(Извештај за сеопфатна добивка)

Податоците се во 000 денари

Р.Б.	Позиција	Претходна година	Тековна година	Индекси
		кумулятивно од почетокот на годината	кумулятивно од почетокот на годината	во однос на претходна година
1	<b>ОПЕРАТИВНИ ПРИХОДИ</b>	<b>1,560,309</b>	<b>1,656,160</b>	<b>106</b>
2	Приходи од продажба	1,504,047	1,626,806	108
2a	Приходи од продажба на домашен пазар	839,595	934,210	111
2b	Приходи од продажба на странски пазар	664,452	692,596	104
3	Промени на залихите на готови производи и производството во тек	XXXXXX	XXXXXX	XXXXXX
4	Залихи на готови производи и на недовршено производство на почетокот на годината	26,082	31,392	120
5	Залихи на готовите производи и на недовршено производство на крајот на годината	31,391	37,074	118
6	Капитализирано сопствено производство и услуги			0
7	Останати оперативни приходи	56,262	29,354	52
8	<b>ОПЕРАТИВНИ РАСХОДИ</b>	<b>1,439,520</b>	<b>1,592,696</b>	<b>111</b>
9	Набавна вредност на трговски стоки	17,927	9,684	54
10	Трошоци за сировини и други материјали	898,653	914,015	102
11	Набавна вредност на продадени материјали, резервни делови, ситен инвентар, амбалажа и автогуми		12,705	0
12	Услуги со карактер на материјални трошоци		95,538	0
13	Останати трошоци од работењето	173,871	69,582	40
14	Трошоци за вработените	236,348	265,455	112
15	Амортизација на материјалните и нематеријалните средства	112,721	121,018	107
16	Вредносно усогласување (обезвреднување) на нетековни средства		494	0
17	Вредносно усогласување (обезвреднување) на тековни средства		9,801	0
18	Резервирања за трошоци и ризици			0
19	Останати расходи од работењето		94,404	0
20	<b>ОПЕРАТИВНА ДОБИВКА / ЗАГУБА</b>	<b>126,098</b>	<b>69,146</b>	<b>55</b>
21	<b>Финансиски приходи</b>	<b>2,232</b>	<b>2,979</b>	<b>133</b>
21a	Приходи од вложувања, заеми и камати и курсни разлики	2,232	2,979	133
21b	Останати приходи од финансирање			0
21c	Удел во добивката на придружените друштва			0
22	<b>Финансиски расходи</b>	<b>8,847</b>	<b>7,873</b>	<b>89</b>
22a	Расходи по основ на камати, курсни разлики и слични расходи	8,847	7,873	89
22b	Останати расходи од финансирање			0
22c	Удел во загубата на придружените друштва			0
23	<b>Добивка/ загуба од редовно работење</b>	<b>119,483</b>	<b>64,252</b>	<b>#VALUE!</b>
24	Добивка/ загуба од прекинато работење пред оданочување			0
25	<b>Добивка/ загуба од редовно работење пред оданочување</b>	<b>119,483</b>	<b>64,252</b>	<b>54</b>
26	Данок од добивка	2,646	11,611	439
27	<b>Нето добивка/загуба по оданочување</b>	<b>116,837</b>	<b>52,641</b>	<b>45</b>
28	<b>Малцински интерес</b>			<b>0</b>
29	<b>Нето добивка/загуба која им припаѓа на акционерите на друштвото</b>			<b>0</b>
30	Нето останата сеопфатна добивка/загуба		331	0
31	<b>Вкупна сеопфатна добивка/загуба</b>	<b>116,837</b>	<b>52,972</b>	<b>45</b>

Билансот на успех на компанијата Витаминка АД за пресметковната 2014-та година ни дава информација дека компанијата остварила позитивен финансиски резултат кој е 53,78% помал во однос на претходната година. Ова главно се должи на поголемите оперативни расходи во тековната година кои резултираат во помала оперативна добивка.

<sup>9</sup><http://www.mse.mk/mk/>



### 2.3 Извештај за парични текови

Како што бизнисот станува поголем и покомплексен, инвеститорите, банките и менаџерите имаат потреба од поголем обем на информации, со цел да утврдат од каде доаѓаат паричните средства и како се користат. Сите претпријатија сметаат дека основен извор на парични средства претставува добивката. Меѓутоа, добивката не претставува единствен извор на парични средства. Освен остварениот профит и депрецијацијата претставува извор на парични текови. Депрецијацијата претставува трошок кој се одзема од приходите, со цел да се дојде до нето-добивката. Но, депрецијацијата реално не претставува паричен трошок, туку само сметководствен запис. Да претпоставиме дека компанијата X во 2010-та година купила машина во износ од 100.000 денари, која ќе ја користи во наредните 5 години. Тоа значи дека компанијата ќе врши депрецијација на машината во текот на 5 години, односно трошоците за машината ќе бидат алоцирани во секоја година во која купената машина придонесува за оперативните активности на компанијата.

Како резултат на тоа што некои одбитни ставки од приходите претставуваат парични плаќања, а други не, со цел да се добие паричниот тек од работењето на компанијата, потребно е на остварената добивка да се додадат непаричните одбитоци:

$$\text{Паричен тек} = \text{нето-добивка} + \text{депрецијација}$$

Неподмирените долгови исто така можат да влијат врз паричните текови. На пример, доколку сметководителот реши на крајот на годината да ги исплати сите неподмирени долгови, со цел да ја започне новата година без обврски, тоа ќе претставува користење на паричните средства, односно нивно намалување. Спротивно, доколку компанијата ги зголеми своите обврски, ова претставува извор на парични средства, односно нивно зголемување.

Врз паричните текови свое влијание имаат и ненаплатените побарувања. Доколку компанијата успее да ги намали своите побарувања, во тој случај се

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

остваруваат позитивни парични текови (парични приливи), односно наплатените побарувања претставуваат извор на парични средства. Компанијата ќе ја зголеми употребата на парични средства кога ќе го зголеми износот на кредити кои ги одобрува на своите купувачи.

Покрај претходно наведените примери, значаен извор на парични средства или начин на нивна употреба претставуваат финансиските активности. Издавањето акции и земањето кредити претставува извор на парични средства (паричен прилив), исто како што откупот на акциите и враќањето на долгот претставува начин на користење на паричните средства (паричен долив).

Извештајот за готовински текови ги сумира сите извори и начини на употреба на паричните средства и ги врзува со промените на износот на готовина во билансот на состојба, од година во година. Во рамките на извештајот за парични текови се врши класифицирање на паричните текови во три групи: парични текови од оперативни активности, парични текови од инвестициски активности и парични текови од финансиски активности.

При утврдувањето на паричните текови од оперативни активности, сметководителите можат да се повикаат на директен или индиректен метод. Според директниот метод нето-паричните текови од оперативни активности се пресметуваат со одземање на оперативните парични исплати од паричните наплати и на тој начин се дава јасна слика за тоа од каде компанијата добива парични средства и како ги троши.

За разлика од директниот, индиректниот метод врши корекција на нето-добивката, со додавање на износот на депрецијацијата, а потоа врши соодветни корекции за зголемувањата и намалувањата во средствата и обврските кои влијаат врз паричните текови.

Пресметката на нето-паричните текови од финансиските и инвестициските активности е иста според двата метода. Во согласност со барањата на ФАСБ (Federal Accounting Standard Board), сите компании кои го применуваат директниот метод треба да вклучат и дополнителен преглед за усогласување на нето-

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

добивката со нето-паричните текови од оперативните активности, што во основа претставува извештај за парични текови според индиректен метод. Оттука, без сомнение 99% од компаниите го применуваат индиректниот метод.<sup>10</sup>

За согледување на начинот на изготвување на овој финансиски извештај и пресметка на нето-паричните текови, во продолжение следи презентација и краток коментар на Извештајот за парични текови на Алкалоид АД Скопје, за пресметковната 2014-та година, составен според индиректниот метод.

Од презентираниот извештај за готовински текови, може да се заклучи дека компанијата Алкалоид АД Скопје остварила позитивни нето-парични текови од оперативни активности, негативни нето-парични текови од инвестициски активности, главно како резултат на набавка на машини, постројки и опрема и негативни нето-парични текови од инвестициски активности, како резултат на враќање долгови и исплата на дивиденди. Ова зборува за стабилна компанија, која одливите по основ на инвестициски и финансиски активности ги покрива со паричните приливи остварени од основната оперативна дејност на компанијата.

На крајот од годината компанијата има парични средства во износ од 91.869.000 денари.

---

<sup>10</sup> Хонгрем, Сандем, Елиот, Филбрик, Вовед во финансиско сметководство, 2010, стр.201

## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Извештај за парични текови на Алкалоид АД Скопје  
за годината што завршува на 31-ви декември 2014-та година<sup>11</sup>

Податоците се во 000 денари

<b>A) Парични текови од оперативни активности</b>	<b>702,134</b>	<b>908,789</b>	<b>129</b>
Нето добивка/загуба после оданочување	619,833	629,127	101
Прилагодување за:			
Амортизација	319,089	338,349	106
Оштетување на средства и резервирања	0	0	0
Зголемување/намалување на залихи	-111,840	-153,211	0
Зголемување/намалување на купувачите	-29,730	113,716	0
Зголемување/намалување на побарувања за аванси	-8,991	127	0
Зголемување/намалување на останати краткорочни побарувања	-5,811	11,233	0
Зголемување/намалување на АВР	27,120	18,476	68
Зголемување/намалување обврски спрема добавувачите	-69,673	21,823	0
Зголемување/намалување обврски за примени аванси	-4,084	1,189	0
Зголемување/намалување на останати краткорочни обврски	785	6,583	839
Зголемување/намалување на ПБР	31,787	-22,878	-72
Расходи/приходи од камати	-32,296	-21,031	0
Исплатени/наплатени дивиденди	0		0
Расходи за платен данок	-34,055	-34,714	0
Капитална добивка/загуба од продажба на основни средства	0	0	0
Капитална добивка/загуба од продажба на вложувања	0	0	0
Останати парични приливи и одливи од оперативни активности	0	0	0
<b>B) Парични текови од инвестициони активности</b>	<b>-306,359</b>	<b>-430,029</b>	<b>0</b>
Набавки на недвижности, постројки и опрема, нематеријални средства и сл.	-365,555	-404,322	0
Продажба на недвижности, постројки и опрема, нематеријални средства и сл.	0	0	0
Парични приливи од продажба на сопственички или должнички хартии од вредност на други правни лица и учество во заеднички вложувања	308	308	100
Парични исплати за стекнување на сопственички или должнички хартии од вредност на други правни лица и учество во заеднички вложувања	0	0	0
Парични аванси и заеми дадени на други лица (освен оние од финансиски институции)	-16,300	-19,600	0
Парични приливи од наплата на дадени аванси и заеми на други лица (освен оние од финансиски институции)	133,090	62,026	47
Приливи/ одливи од камати	0		0
Приливи/ одливи од дивиденди	20	0	0
Останати парични приливи и одливи од инвестициони активности	-57,922	-68,441	0
<b>B) Парични текови од финансиски активности</b>	<b>-366,562</b>	<b>-445,707</b>	<b>0</b>
Парични приливи од зголемување на капиталот преку издавање на акции или други сопственички хартии од вредност	0		0
Парични исплати за враќање на заеми	-1,471,952	-1,374,776	0
Парични приливи од издадени должнички хартии од вредност и останати земени краткорочни и долгорочни кредити и заеми	1,368,261	1,238,766	91
Стекнување на малцински интереси	0		0
Исплатена дивиденда	-260,031	-283,729	0
Откуп / продажба на сопствени акции	0	-23,848	0
Парични исплати за намалување на обврските по основ на финансиски лизинг	-2,840	-2,120	0
<b>Зголемување/намалување на паричните средства</b>	<b>29,213</b>	<b>33,053</b>	<b>113</b>
Парични средства на почеток на годината	62,656	91,869	147
<b>П) Парични средства на крајот на годината</b>	<b>91,869</b>	<b>124,922</b>	<b>136</b>

<sup>11</sup><http://www.mse.mk/mk/issuer/alkaloid-ad-skopje>

## 2.4 Извештај за промена на капиталот

Извештајот за промена на капиталот е наменет пред сè за сопствениците на капиталот. Во овој финансиски извештај се прикажани промените на одделните облици на капитал кои настанале помеѓу два биланса на состојба, а кои се резултат на односот на вкупните добивки и загуби кои компанијата ги остварила во тој период.<sup>12</sup>

Билансот на состојба, билансот на успех и извештајот за промена на сопственичкиот капитал се тесно поврзани помеѓу себе. Капиталот на сопственикот на почетокот на пресметковниот период е прикажан во почетниот биланс на состојба и е почетна точка во извештајот за капиталот на сопственикот. Нето-добивката, пак, се утврдува во билансот на успех за периодот и е главен фактор за менување на состојбата на сопственичкиот капитал.

Извештајот за промените на капиталот се сочинува со цел да се согледаат промените кои настанале во секоја од следните позиции на капиталот:

- трансакции во рамките на акционерскиот капитал
- промени во акумулираната добивка
- промени во резервите што ги има компанијата

Следните ставки може да предизвикаат промени во структурата на капиталот на една компанија:

- дополнителни вложувања од сопствениците и повлекување на влогови
- издавање акции
- вишок и дефицит при ревалоризација на средства
- нето-добивка за пресметковниот период
- платени дивиденди

---

<sup>12</sup>Фотов Р., „Финансиски менаџмент“, Универзитет „Гоце Делчев“- Штип, 2010, стр.63

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

- исправка на значајни грешки
- промени во сметководствените политики

Во продолжение е прикажан Извештајот за промена на капиталот на компанијата Алкалоид АД Скопје, за пресметковната 2014-та година.

## Извештај за промените во капиталот

Податоците се во 000 денари

Промени	Капитал на акционерите				Малцински интерес	Вкупно капитал
	Акционерски капитал	Премии на издадени акции	Резерви	Акумулирана добивка (загуба)		
Состојба на 1 Јануари претходната година	2,205,348	-1,127	1,901,731	2,996,621	0	7,102,573
Уплата на акции						0
Откупени сопствени акции						0
Продадени сопствени акции						0
Конверзија на хартии од вредност						0
Добивка (загуба) за финансиската година				619,833		619,833
Распределба на добивката во корист на резервите						0
Распределба на добивката за дивиденди и останати надоместоци за акционерите				-289,105		-289,105
Распределба на добивката за награди и користи за вработените						0
Останати резерви						0
Процена на материјални средства						0
Усогласување на вложувањата расположливи за продажба до нивна објективна вредност			-548			-548
Реализирана капитална добивка од продажба на хартии од вредност						0
Евидентирање на загуби од подружници од претходните години по методот на главнина						0
Малцински интерес						0
Одложени даноци						0
Признаени приходи и расходи, нето						0
Курсни разлики						0
Останато зголемување/намалување на средства, нето		1,127	-1,127			0
Состојба на 31 Декември претходната година	2,205,348	0	1,900,056	3,327,349	0	7,432,753
Уплата на акции						0
Откупени сопствени акции	-8,253		-15,595			-23,848
Продадени сопствени акции						0
Конверзија на хартии од вредност						0
Добивка (загуба) за финансиската година				629,127		629,127
Распределба на добивката во корист на резервите						0
Распределба на добивката за дивиденди и останати надоместоци за акционерите				-315,985		-315,985
Распределба на добивката за награди и користи за вработените						0
Останати резерви						0
Процена на материјални средства			-168,839			-168,839
Усогласување на вложувањата расположливи за продажба до нивна објективна вредност			839			839
Реализирана капитална добивка од продажба на хартии од вредност						0
Евидентирање на загуби од подружници од претходните години по методот на главнина						0
Малцински интерес						0
Одложени даноци						0
Признаени приходи и расходи, нето						0
Курсни разлики						0
Останато зголемување/намалување на средства, нето						0
Состојба на 31 Декември во тековната година	2,197,095	0	1,716,461	3,640,491	0	7,554,047



Од извештајот може да се забележи дека промените што настанале во капиталот во календарската 2014-та година главно се должат на остварената нето-добивка, откуп на сопствени акции и на распределба на добивката за дивиденди и резерви.

## 2.5 Белешки и дополнителни објаснувања

Белешките претставуваат прилози или дополнителни објаснувања кон сетот на финансиски извештаи.<sup>13</sup> Секоја ставка во рамките на билансот на состојба, билансот на успех и извештајот за готовински текови треба да биде проследена со соодветна информација во белешките кон финансиските извештаи.

Целта на белешките и дополнителните објаснувања е да дадат дополнителни информации, со цел соодветно толкување и правилна интерпретација на финансиските извештаи, како и нивно фер и веродостојно презентирање.

Белешките кон финансиските извештаи треба да ги извршуваат следните функции:

- Да обезбедуваат информации за основата на која финансиските извештаи биле подготвени и кои сметководствени политики биле избрани и применети;
- Да прикажат некои информации кои не се прикажани на друго место во финансиските извештаи, а кои се бараат со МСС и МСФИ;
- Да прикажат некои информации кои се неопходни за објективна презентација, а кои не се прикажани на ниедно друго место во финансиските извештаи<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup>Ѓ.Трајковска Оливера & Колева Благица, „Анализа на финансиските извештаи“, Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, 2013, стр.56

<sup>14</sup>Институт за овластени ревизори, „Финансиско известување“, 2009, стр.63

Она што е важно е начинот на кој се прикажуваат белешките. Тие треба да бидат прикажани на систематски начин и вкрстено референцирани назад до поврзаните цифри во билансот на состојба, билансот на успех и извештајот за готовински текови.

## 2.6 Сметководствени дефиниции

Со цел да остварат успешна комуникација со сметководителите, менаџерите треба да имаат познавање од неколку важни дефиниции.

**Главна книга** - Сметководителите често ги спомнуваат поимите главна книга и книжење во главната книга. Главната книга, всушност, претставува база на податоци која ги содржи сметководствените книжења. Сметководствените записи се основниот инпут во главната книга, додека, пак, финансиските извештаи и другите објави се аутпутот од оваа база на податоци. Главната книга претставува колекција на сметки која ги сумира износите прикажани во основните финансиски извештаи на компанијата.<sup>15</sup>

**Сметководствен запис.** Сметководствениот запис претставува група на поврзани задолжувања (побарувања) и кредити, евидентирани на соодветни конта. На пример, кога претпријатието набавува машини за производство на одложено плаќање сметководителот евидентира зголемување на опремата (средство) и истовремено зголемување на обврските спрема добавувачот (обврска).

**Бруто-биланс.** Бруто билансот претставува листа на сите сметки придружени со нивните салда. Целта на бруто биланс е да се потврди точноста на пренесувањата и еднаквоста на вкупните износи на Должи и Побарува како и истовремено сумирање на салдата што ќе помогне во изготвувањето на финансиските извештаи.

---

<sup>15</sup>Hornrgren, Sundem, Elliot, Philbrick, "Introduction to financial accounting", Pearson education, 2006, стр.94



**Контен план.** Контниот план претставува нумерирана и кодифицирана листа на сите сметки. Контниот (сметковен) план и неговата содржина се пропишува со „Правилник за сметковниот план и содржината на одделните сметки во сметковниот план“<sup>16</sup>

**EBIT (Earnings before interest and taxes).** Добивката пред камати и даноци уште се нарекува и оперативен приход и е мерило за способноста на компанијата да генерира приход кој е независен од методот за финансирање на средствата и даночните стратегии.

EBT(Earnings before taxes) или т.н. Добивка пред оданочување е корисна во оценувањето на заработувачката на компанијата, независно од даночните стратегии.

## 2.7 Сметководствени принципи

Постојат неколку правила, т.н. општоприфатени сметководствени принципи кои предвидуваат одредена рамка за сметководствените трансакции. Некои од попознатите општо прифатени сметководствени принципи се следните:

- **Концепт на деловен ентитет**<sup>17</sup>. Во согласност со овој концепт се става јасна граница во однос на имотот на секој деловен ентитет, со цел да се избегне можната конфузија меѓу неговите активности и активностите на другите ентитети. Многу често се случува сопствениците на малите, лични бизниси да ги мешаат личните финансиски активности со оние на компанијата, на тој начин што го отежнуваат или го оневозможуваат утврдувањето на реалната финансиска состојба на бизнисот. Ваквото неразграничување на средствата може да доведе до зголемени ревизии и даночни обврски. На пример, доколку

<sup>16</sup>[http://www.finance.gov.mk/files/u11/tkovniot\\_plan\\_i\\_sodrzinata\\_na\\_oddelni\\_smetki.pdf](http://www.finance.gov.mk/files/u11/tkovniot_plan_i_sodrzinata_na_oddelni_smetki.pdf)

<sup>17</sup> Деловен ентитет е организација или дел од организација кој постои независно од останатите организации и функционира како посебна деловна единица

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

еден сопственик на бизнис постојано ги плаќа трошоците на компанијата преку својата трансакциска сметка, неговиот бизнис може да изгледа доста профитабилен за потенцијалните инвеститори и банките, како резултат на потценетите трошоци. Друг вид проблем се јавува кога се мешаат продажбите на една компанија со друга. Во ваков случај, компанијата врши алоцирање на продажбите, во насока на минимизирање на даноците.

- **Концепт на објективност.** Според овој концепт приходите и расходите на компаниите се евидентираат врз основа на нивните историски вредности, наместо користење на нивните пазарни вредности. Имено, историските податоци се објективни и проверени. Иако постојат одредени исклучоци од ова правило (на пример кога се зема предвид пониската вредност од набавната и пазарната), сепак историските вредности се сметаат за златен стандард за сигурност.
- **Концепт на конзерватизам.** Финансиските извештаи често се користат од страна на субјекти надвор од самата компанија, како што се банки, инвеститори, добавувачи, кои и одобруваат кредит на компанијата, како и регулаторни и даночни органи. Со цел да се избегне преценување на средствата и потценување на обврските, а преку тоа и погрешно наведување на стејхолдерите, финансиските извештаи се презентираат во колку што е можно поконзервативно светло. Принципот на евидентирање на средствата по пониската од набавната и пазарната вредност е токму еден од многуте примери за примена на принципот на конзерватизам.

**Концепт на поврзување.** Во финансиските извештаи се врши поврзување на остварените приходи од работењето на компании со трошоците кои се направени за генерирање на тие приходи. Да претпоставиме едноставен пример во кој еден текстилен производител на кошули купил 2.000 метра текстилен материјал. Доколку во тековната година тој искористи само половина од набавениот материјал, а останатиот дел во наредната година, во тој случај во согласност со овој принцип производителот ќе ги признае половина од трошоците во тековната година, а втората половина во наредната, кога ќе

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

бидат остварени со нив поврзаните приходи. Друг пример за примена на овој концепт е депрецијацијата. На пример, машините за производство на текстилни производи може да бидат купени во една година, меѓутоа тие се трошат и создаваат приходи во текот на повеќе години. Трошоците поврзани со набавката на машините се алоцираат во текот на годините кога тие ќе бидат користени и се познати како трошоци за амортизација.

- **Специфични временски периоди.** Билансот на успех и извештајот за парични текови вршат акумулирање на ефектите од трансакциите кои се однесуваат на точно утврден временски период (најчесто една година). Оттука, особено е важно да се врши правилна класификација на трансакциите во соодветниот временски период. Што ќе се случи доколку една производствена компанија ги набави и ги искористи сировините во декември 2014-та година, а фактурата ја добие во февруари 2015-та година, дали тие ќе бидат трошок за 2014-та или за 2015-та година? Според принципот на специфичен временски период, одговорот е 2014-та година, бидејќи сировините компанијата ги користи за остварување на приходи во 2014-та година.
- **Споредливост.** Финансиските извештаи треба да бидат споредливи од година во година. Ова значи дека форматот на финансиските извештаи (со одредени исклучоци, како законски промени) треба да остане ист, а, исто така, и финансиските претпоставки. На пример, доколку компанијата оствари голем профит во 2014 година, за разлика од 2015-та година кога профитот е значително помал, таа не може да избере да врши амортизација на машините во период од 15 години (кога истите машини во претходните години биле амортизирани во текот на 7 години) со цел да прикаже пониски трошоци, а со тоа и повисоки профити.
- **Материјалност.** Материјалноста значи дека финансиските извештаи треба да бидат суштински исправни, не перфектни. Цената на перфектните финансиски извештаи е висока и често ги надминува бенефитите на корисниците на финансиските извештаи. Информациите се материјални и поради тоа имаат значајност ако нивното испуштање или погрешно прикажување може да влијае

врз економските одлуки на корисниците донесени врз основа на финансиските извештаи. Материјалноста зависи од големината на ставката или грешката, земајќи ги предвид конкретните околности на пропустите или погрешното прикажување.<sup>18</sup>

Основна целта на претходно наведените принципи е да се креираат и да се презентираат финансиски извештаи за компанијата кои ќе бидат споредливи од година во година, како и од една до друга компанија.

### **3. Финансиски показатели и други мерила на перформансите**

Многу е тешко да се утврди како работи компанијата едноставно со гледање на финансиските извештаи. Со текот на годините, менаџерите и финансиските аналитичари откриле голем број техники за да „погледнат“ подлабоко во финансиските извештаи, со цел да ги анализираат минатите, тековните и што е најважно идните перформанси на компаниите. Една од развиените техники е пресметка на финансиски показатели.

Финансиските показатели се односи меѓу одделни билансни позиции. Тие се добиваат врз основа на: хоризонтални, вертикални и временски споредби на позициите од финансиските извештаи на претпријатијата во различни временски периоди; врз основа на споредби на податоците од финансиските извештаи и утврдените стандарди, како и врз база на пресметаните проценти за индустриската гранка, стопанската гранка, пресметаните проценти на ниво на земјата и сл.<sup>19</sup>

Финансиските показатели се дизајнирани за да дадат одговор на голем број прашања, меѓу кои:

---

<sup>18</sup>[http://www.finance.gov.mk/files/u11/ifrs\\_for\\_sms.pdf](http://www.finance.gov.mk/files/u11/ifrs_for_sms.pdf)

<sup>19</sup>Марковски С. & Недев Б., „Сметководство на менаџментот“, Економски факултет-Скопје, 2003, стр.607

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

- Дали средствата се користат продуктивно?
- Дали има доволно залихи со цел да се излезе во пресрет на купувачите? Или, пак, дали има премногу залихи?
- Кои се разумните очекувања за остварување профит?
- Дали левериџот се користи соодветно?
- Дали компанијата е изложена на ризик од недостиг на финансиски средства?
- Дали сопствениците на акции добиваат вредност за нивната инвестиција?

За да се добие одговорот на сите овие различни прашања аналитичарите вршат конструирање на финансиските показатели во вид на стапки на враќање, стапки на обрт, стапки на покриеност и пропорционален дел, односно процент.

### 3.1 Финансиски показатели за оценка на оперативните перформанси

Една група финансиски показатели се показателите за оценка на оперативните перформанси на компаниите, кои претставуваат мерило за ефикасноста на компанијата во менаџирање на продажбите, трошоците и залихите. Овие показатели се разликуваат од показателите кои овозможуваат утврдување на финансиските перформанси на компаниите, кои се однесуваат на ефикасноста во користењето на капиталот, како и од показателите за финансискиот ризик, кои ги користат банките и другите кредитори, со цел да утврдат дали компаниите имаат доволна ликвидност за да ги подмират своите обврски како што достасуваат.

#### 3.1.1 Стапка на поврат на вкупни средства (ROA – Return Of Assets)

Стапката на поврат на вкупни средства е основен концепт во финансиската анализа. Овој показател претставува мерило за продуктивното користење на средствата. Зошто е важно продуктивното користење на средствата?

Непродуктивно користените средства го врзуваат капиталот кој може да се искористи за инвестирање во развој на нов производ, за почеток или надградба на маркетинг кампања, за преземање (купување) на конкурент, отплата на долг или исплата на дивиденди. „Мртвите“ средства со текот на времето можат да резултираат во предвидени загуби. Овој финансиски показател исто така помага во донесување одлуки поврзани со оттуѓување на подружници и утврдување на ефикасноста на менаџментот.

$$\text{Стапка на принос на вкупни средства ROA} = \frac{\text{нето - добивка} + \text{камата} (1 - \text{даночна ставка})}{\text{Просечни вкупни средства}}$$

Зошто се додава назад износот на каматата на нето-добивката? Основна причина за додавање на каматата е фактот што овој финансиски показател е дизајниран да мери колку добро се користат средствата, а не како тие се финансираат. Со елиминирање на ефектот од финансирање, резултатите се покомпаративни од година во година за една компанија, и помеѓу компаниите во рамки на индустријата. Зошто се додава каматата „нето од данокот“? Даноците го редуцираат ефектот на каматата, односно ја субвенционираат каматата. Ова се чини неразумно за многу луѓе сè додека тие не ги земат предвид своите даноци.

### ***Практичен пример***

Да претпоставиме дека една компанија X остварила нето-добивка во износ 320 000 денари во 2014-та година. Износот на каматата во соодветната година изнесувал 40 000 денари и даночната стапка изнесува 10%<sup>20</sup>. На крајот на годината средствата на компанијата изнесувале 1 200 000 денари, а на крајот од претходната година 800 000 денари. Реалниот трошок за камата не изнесува

<sup>20</sup> Закон за данок на добивка, стр8, член 28

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

40 000 денари туку овој износ е помал за намалувањето на данокот (даночни заштеди) бидејќи каматата ја намалува даночната основица.

Износот на даночна заштеда изнесува:

$$40\,000 \times 10\% = 4\,000 \text{ денари}$$

Каматата нето од даноците или камата  $\times (1 - \text{даночна стапка})$  изнесува:

$$40\,000 - 4\,000 = 36\,000 \text{ ден. или } 40\,000 \times (1 - 0,1) = 40\,000 \times 0,9 = 36\,000 \text{ ден.}$$

Оттука, нето добивката + камата  $(1 - \text{даночна стапка}) = 320\,000 + 36\,000 = 356\,000 \text{ ден.}$

Просечните вкупни средства се пресметуваат на следниов начин:

(Вкупни средства на крајот од тековната година + Вкупни средства на крајот од претходната година) / 2

$$\text{Просечни вкупни средства} = \frac{1\,200\,000 + 800\,000}{2} = \frac{2\,000\,000}{2} = 1\,000\,000 \text{ ден.}$$

Стапката на поврат на вкупни средства на компанијата X изнесува:

$$\text{Стапка на принос на вкупни средства ROA} = \frac{356\,000}{1\,000\,000} = 0,356 = 35,6 \%$$

Ова значи дека компанијата на секој денар вложени средства остварила 0,356 денари нето-добивка.

Како ќе знаеме дали остварениот износ на поврат на вкупни средства е добар или лош? Одговорот на ова прашање ќе го добиеме доколку го споредиме тековниот ROA со оној од претходните години или, пак, со истиот показател на другите компании од индустријата. Меѓутоа, на овој начин ќе добиеме само релативно мерило за стапката на поврат на вкупните средства на компанијата. Поголемата стапка на поврат на вкупни средства во тековната година во однос на претходната, може да укажува само на тоа дека компанијата остварила одредено

подобрување во работењето, но може сè уште да работи лошо. Оттука, потребни се одредени стандарди за перформансите на компаниите. Вакви стандарди претставуваат финансиските показатели објавени од страна на Robert Morris Associates (RMA)<sup>21</sup>, Dun & Bradstreet, (D&B)<sup>22</sup> и U.S. Department of Commerce.

Друг, можеби подобар стандард, може да се постави по пат на "*benchmarking*" или поставување ориентир, репер. За разлика од стандардите на RMA или D&B кои ги претставуваат просечните финансиски показатели кои се однесуваат на сите компании во рамки на индустријата, т.н. *benchmarking* се фокусира на најдобрите компании во рамки на индустријата. Ова се остварува на тој начин што менаџерот или финансискиот аналитичар ги пресметува финансиските показатели врз основа на годишните извештаи на топ-пет компаниите во индустријата. Ова претставува одличен ориентир за оценка на работењето на компанијата. Доколку финансиските показатели укажуваат на тоа дека работењето на компанијата не е на задоволително ниво, аналитичарите вршат поделба на показателите на нивните компоненти и анализа на секој од нив, сè додека не се утврди причината за ваквите перформанси со цел преземање корективни мерки.

Стапката на поврат на вкупни средства може да се расчлени на две основни компоненти:

$$\text{Стапка на принос на вкупни средства ROA} \\ = \text{нето} - \text{профитна маржа} \times \text{стапка на обрт на вкупни средства}$$

Ова равенство покажува дека стапката на принос на вкупните средства на компанијата зависи од две компоненти: нето профитната маржа и стапката на обрт на вкупни средства. Ова значи дека напорот на компанијата за зголемување

<sup>21</sup><http://www.rmahq.org/about-rma>

<sup>22</sup><http://www.dnb.com/>



на приносот на вкупните средства треба да биде насочен кон зголемување на нето профитната маржа и/или обртот на средствата.

### 3.1.2 Нето-профитна маржа

*„Нето-профитната маржа ја покажува нето-добивката генерирана од секој денар остварена продажба“<sup>23</sup>*

Нето-профитната маржа ја анализира врската помеѓу приходите и остварените расходи на компанијата. Доколку трошоците се високи во споредба со приходите, добивката ќе биде мала или воопшто нема се оствари добивка. Во услови кога претпријатието остварува загуба, овој финансиски показател нема реално значење. Кога претпријатието остварува трошоци кои се во мал износ во однос на приходите, профитната маржа ќе биде висока. Нето-профитната маржа се пресметува преку следново равенство:

$$\text{Нето - профитна маржа} = \frac{\text{нето - добивка} + \text{камата} (1 - \text{даночна стапка})}{\text{приходи од продажба}}$$

#### Практичен пример

Да претпоставиме дека компанијата X остварила нето-добивка во износ од 100 000 денари, при приходи од 1 200 000 денари, износот на каматата изнесува 10 000 денари, а стапката на данок на добивка 10%.

$$\text{Нето - профитна маржа} = \frac{100\,000 + 10\,000 (1 - 0.1)}{1\,200\,000} = \frac{109\,000}{1\,200\,000} = 0.091 = 9.1\%$$

При пресметка на овој финансиски показател исто така се додава назад каматата нето од даноци со цел да се отстрани влијанието на финансиските активности врз нето-профитната маржа. На тој начин полесно се врши

<sup>23</sup> Г.Трајковска Оливера, „Финансиската анализа како методолошки инструмент за оценка на финансиската стабилност и успешност на компаниите“.

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

компарација на овој финансиски показател од година во година или од компанија до компанија.

Што се случува кога утврдената нето-профитна маржа нема задоволителен износ? Во овој случај менаџерот на компанијата или аналитичарот треба да ги преземе следниве активности:

- Да утврди дали цената на производот на компанијата е поставена соодветно;
- Да оцени дали е можно зголемување на нивото на продажби;
- Да изврши анализа на трошоците на производство и да утврди дали постои начин за нивно намалување;
- Да утврди дали некои трошоци на работење можат да се намалат или да се елиминираат.

Високата профитна маржа, пак, значи дека претпријатието остварило висок износ на добивка на еден денар остварена продажба.

### 3.1.3 Обрт на вкупните средства

Показателот за обртот на вкупните средства покажува колку денари приходи од продажба генерира компанијата, на секој денар вложени средства. Овој финансиски показател ја покажува ефикасноста со која компанијата им излегува во пресрет на своите купувачи. Овој финансиски показател се пресметува на следниов начин:

$$\text{Обрт на вкупни средства} = \frac{\text{приходи од продажба}}{\text{просечни вкупни средства}}$$

### **Практичен пример**

Компанијата X во 2014-та година остварила приходи во износ од 1.200.000 денари, средствата изнесувале 1.200.000 денари, а во претходната година 800.000 денари.

$$\text{Обрт на вкупни средства} = \frac{1\,200\,000}{(1\,200\,000 + 800\,000)/2} = \frac{1\,200\,000}{1\,000\,000} = 1,2$$

За оптимален износ на стапката на обрт на вкупните средства се смета секоја стапка поголема од 1. Показателот на обрт на вкупни средства од 1,2 покажува дека компанијата на секој денар вложени средства остварила 1,2 денари приходи од продажба.

Да претпоставиме дека показателот на обрт на вкупни средства е релативно низок. Во тој случај, аналитичарот треба да изврши анализа на побарувањата, залихите и опремата, со цел да утврди дали тие правилно и ефикасно се користат.

#### **3.1.4 Приход по вработен**

Пред да изврши анализа на средствата и нивно правилно користење, аналитичарот треба да го пресмета приходот по вработен. Овој финансиски показател е мерило за тоа дали во компанијата е присутна превработеност. Непродуктивните вработени ги врзуваат средствата и непотребно ги зголемуваат трошоците на компанијата. Соодветното ниво на приход по вработен се разликува од индустрија до индустрија.

Показателот за приход по вработен се пресметува со равенството:

$$\text{Приход по вработен} = \frac{\text{Приходи од продажба}}{\text{Број на вработени}}$$

Пресметаниот финансиски показател на овој начин покажува колку денари приходи од продажба остварува анализираната компанија на секој вработен. За донесување заклучок за висината на вака пресметаниот показател, неопходно е да се изврши споредба на истиот показател со претходните периоди, како и со приходите по вработен во другите компании од дејноста или гранката на која припаѓа анализираната компанија.

### ***Практичен пример***

Да претпоставиме дека компанијата А е најдобрата компанија во индустријата и остварила приход во износ од 100 милиони денари, а има 400 вработени. Компанијата Б, која работи во истата индустрија, остварила приход од 23 милиони денари и има 120 вработени лица.

Пресметката на показателите за приход по вработен за двете компании е следната:

$$\text{Приход по вработен А} = \frac{100.000.000}{400} = 250.000 \text{ денари по вработен}$$

$$\text{Приход по вработен Б} = \frac{23.000.000}{120} = 191.667 \text{ денари по вработен}$$

Резултатите од добиената пресметка покажуваат дека вработените на компанијата А се попродуктивни од вработените во компанијата Б. Овој финансиски показател во исто време претставува и мерило за ефикасното вработување. Да претпоставиме дека компанијата Б поставува таргет за менаџмент тимот - да се намали разликата помеѓу приходот по вработен на

компанијата и оној на најдобрата компанија во индустријата, барем на половина. Приходот по вработен во овој случај би требало да изнесува:

$$\text{Приход по вработен} = \frac{250.000 + 191.667}{2} = 220.834 \text{ денари}$$

Добиениот резултат покажува дека компанијата Б треба да направи напори за зголемување на своите просечни приходи по вработен од 191.667 ден., на 220.834 ден. по вработен, со цел да ја намали разликата во овој показател со водечката компанија во индустријата, барем за половина од тековната состојба. Ова се разбира, во услови на непроменет број на вработените.

### 3.1.5 Обрт на побарувања од купувачите

Финансискиот показател за обрт на побарувањата од купувачите е мерило за тоа колку брзо и ефикасно компанијата ги наплаќа своите побарувања од купувачите<sup>24</sup>, т.е. како управува со продажбите на кредит. Формулата за пресметка на овој финансиски показател е:

$$\text{Стапка на обрт на побарувања од купувачите} = \frac{\text{приходи од продажба}}{\text{просечни побарувања од купувачите}}$$

Пресметаниот показател за обрт на побарувањата од купувачите на овој начин покажува колкав дел од остварените приходи од продажба на компанијата отпаѓаат на побарувања од купувачите, односно на продажби на кредит.

### **Практичен пример**

<sup>24</sup> Износи кои купувачите ги должат на компанијата како резултат на испорачани производи и услуги кои се продадени на одложено плаќање.

*Ивана Ивановска Рунтева*  
ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Компанијата X остварила вкупни приходи од продажба во износ од 1.500.000 денари. Побарувањата од купувачите во 2014-та година изнесувале 350.000 денари, а во претходната 2013-та година 520.000 денари.

Стапката на обрт на побарувањата од купувачите за оваа компанија би се пресметала на следниот начин:

$$\begin{aligned}\text{Стапка на обрт на побарувања од купувачите} &= \frac{1\,500\,000}{\frac{350\,000 + 520\,000}{2}} = \\ &= \frac{1\,500\,000}{435\,000} = 3,45\end{aligned}$$

Пресметаниот показател покажува дека компанијата во текот на една година 3,45 пати ги претвора своите побарувања во парични средства.

Колку е повисок овој финансиски показател, толку е подобро за една компанија. Повисоката стапка на обрт на побарувањата од купувачите значи ефикасно управување на компанијата со продажбите на кредит и означува повеќекратно претворање на средствата со која располага компанијата од побарувања, во поликвиден облик - готовина.

Особено значаен показател, кој произлегува од стапката на обрт на побарувањата од купувачите, е просечниот период на наплата на побарувања или days sales outstanding (DSO).

$$\begin{aligned}\text{Просечен период на наплата на побарувањата} &= \\ &= \frac{365}{\text{стапка на обрт на побарувања од купувачите}}\end{aligned}$$

Во погоре презентираниот пример,

$$\text{Просечен период на наплата на побарувањата} = \frac{365}{3,45} = 105,8 \text{ дена}$$

Што всушност покажува овој показател? Продажбата на одложено плаќање претставува исто што и позајмување пари. Во овој конкретен случај, компанијата X позајмува 1.500.000 денари на нејзините купувачи, во просек на 105,8 дена. Без оглед на индустријата, реално, 105,8 дена се многу долг период за наплата на побарувањата. Долгиот период за наплата на побарувањата од купувачите упатува на исполнување на еден или повеќе од следните услови:

- Одделот за наплата на побарувањата не работи ефикасно;
- Купувачите имаат финансиски проблеми, па затоа ги плаќаат своите обврски бавно;
- Одделот за кредитирање не врши доволно добра анализа за финансиската способност на купувачите и нивната лојалност;
- Маркетинг одделот дава премногу либерални услови на плаќање;
- Можеби компанијата има акумулирани ненаплатливи побарувања кои треба да бидат отпишани.

Големиот број денови потребни за наплата на побарувањата од купувачите може да ја доведат во прашање ликвидноста на компанијата. Имено, доколку компанијата не преземе соодветни мерки, таа ќе се најде во ситуација да не може да и излезе во пресрет на своите финансиски обврски во моментот на нивното доспевање.

### *3.1.6 Стапка на обрт на обврски кон добавувачите*

Управувањето со побарувања од купувачите започнува со продажба на кредит. Основното прашање кое треба да се постави е дали треба да се даде кредит на секој кој сака да купи од компанијата и по секоја цена, со цел да се оствари поголема продажба? Ова може да биде контрапродуктивно, бидејќи основната цел не е да се оствари продажба, туку да се наплатат продадените добра. Еден начин за утврдување на кредитоспособноста на купувачите е да се

## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

пресмета нивната стапка на обрт на обврските спрема добавувачите. Доколку станува збор за јавно тргувана компанија, тогаш податоците се земаат од објавените финансиски извештаи.

Пресметката на стапката на обрт на обврските кон добавувачите се врши со примена на следната формула:

$$\text{Стапка на обрт на обврски спрема добавувачите} = \frac{\text{вредност на годишна набавка на стоки и материјали на кредит}}{\text{просечно салдо на обврски спрема добавувачите}}$$

каде,

$$\begin{aligned} \text{Вредност на годишна набавка на стоки и материјали на кредит} &= \\ &= \text{трошоци на продадени добра} + \text{крајни залихи на добра} \\ &- \text{почетни залихи на добра} \end{aligned}$$

Износите на трошоците на продадени добра, крајните залихи и почетните залихи на добра се земаат од финансиските извештаи на компанијата.

Со овој финансиски показател тесно е поврзан показателот за просечен период на плаќање на обврските спрема добавувачите, кој се пресметува на следниов начин:

$$\text{Просечен период на плаќање на обврски спрема добавувачите} = \frac{365}{\text{стапка на обрт на обврски спрема добавувачите}}$$

Вака пресметаниот показател покажува колку денови ѝ се потребни во просек на компанијата за да ги исплати своите обврски кон добавувачите. Комапниите логично би се труделе колку е можно повеќе да го продолжат овој рок на плаќање на обврските, меѓутоа треба да бидат внимателни, за да не се соочат со прекинување на деловната соработка од страна на добавувачите или, пак, со законски санкции и дополнителни трошоци, во случај на поведување судски постапки.



### **Практичен пример**

Компанијата Y има намера да купи добра од компанијата X. Со цел да ја пресмета нејзината стапка на обрт на обврски кон добавувачите, компанијата X тргнува од нејзините финансиски извештаи, од каде ги зема следниве информации:

- Почетна залиха на добра во износ од 3 милиони денари;
- Крајна залиха во износ од 5 милиони денари;
- Трошоци на продадени добра во износ од 16 милиони денари;
- Обврски спрема добавувачите на почетокот на годината во износ од 2 милиони денари;
- Обврски спрема добавувачите на крајот на годината во износ од 3 милиони денари.

Тргнувајќи од ваквите податоци, пресметката би изгледала вака:

$$\text{Вредност на годишна набавка на стоки и материјали на кредит} = 16 + 5 - 3 \\ = 18 \text{ милиони денари}$$

$$\text{Стапка на обрт на обврски спрема добавувачите} = \frac{18\,000\,000}{\frac{2\,000\,000 + 3\,000\,000}{2}} = \frac{18\,000\,000}{2\,500\,000} \\ = 7,2$$

$$\text{Просечен период на плаќање на обврски спрема добавувачите} = \frac{365}{7,2} = 50,7 \text{ дена}$$

Според пресметаните вредности износот на годишната набавка на кредит земајќи ги предвид трошоците на продадените производи, почетните и крајните залихи изнесува 18 милиони денари. Стапката на обрт на обврските спрема добавувачите изнесува 7,2. Колку што е поголем овој коефициент толку е помал просечниот период на плаќање на обврските спрема добавувачите. Во овој случај деновите на врзување во обврски изнесуваат 50,7. Доколку добавувачите бараат обврските да бидат подмирени во рок од 30 дена, оваа компанија ќе се соочи со проблем во ефикасноста на подмирување на обврските, нарушување на

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

деловните односи и можни дополнителни трошоци во услови на поведување судски споров.

Доколку во примерот целта на компанијата X е да ги наплати своите побарувања во рок од 30 дена, во тој случај компанијата Y не е купувач којшто таа би сакала да го има. Тоа не значи дека таа треба да ја одбие продажбата, туку таа може да се оствари со поставување посебни финансиски услови, на пример, плаќање со кредитна картичка или плаќање однапред.

### 3.1.7 Коефициент на обрт на залихите

Залихите се важни средства за сите производители, трговци на големо и мало, а помалку важни за услужните дејности. Целта на управувањето со залихите треба да се гледа во располагање и управување со оптимални залихи и спречување на ризикот од чување на залихите под минимумот.<sup>25</sup>

Формулата за пресметка на показателот за обрт на залихите е следна:

$$\text{Коефициент на обрт на залихите} = \frac{\text{трошоци на продадени производи}}{\text{просечно салдо на залихи}}$$

Каде,

$$\begin{aligned} \text{Трошоци на продадени производи} &= \\ &= \text{почетно салдо на залихи} + \text{набавка на залихи} \\ &- \text{крајно салдо на залихи} \end{aligned}$$

<sup>25</sup>Марковски С. & Недев Б., „Сметководство на менаџментот“, Економски факултет-Скопје, 2003,стр.614

### **Практичен пример**

Компанијата X располага со почетно салдо на залихи во износ од 132.000 денари, набавки во износ од 930.000 денари и крајно салдо на залихи во износ од 153.000 денари.

$$\text{Коефициент на обрт на залихите} = \frac{132\,000 + 930\,000 - 153\,000}{(132\,000 + 153\,000)/2} = \frac{909\,000}{142\,500} = 6,4$$

Показателот на обрт на залихите со износ од 6,4 покажува дека залихите на компанијата во текот на една пресметковна година 6,4 пати се претвораат во парични средства и повторно во залихи.

Колку е поголем овој коефициент толку е подобро за компанијата, бидејќи тој покажува дека залихите се набавуваат, продаваат и заменуваат брзо, т.е. компанијата ефикасно управува со готовината врзана во овој облик на средства. Доколку показателот на обрт на залихите на една компанија е низок, тоа може да значи дека:

- Компанијата има премногу залихи во склад;
- Продажбата треба да биде зголемена по пат на инвестирање во рекламирање и регрутирање продавачи;
- Дел од залихите се оштетени;
- Дел од залихите се застарени.

Застарените залихи се особено карактеристични за компании кои располагаат со софистицирана опрема која се развива брзо. Располагањето со вакви залихи бара навремено реагирање од страна на менаџментот и сведување на загубите по овој основ на минимално можно ниво.

Тесно поврзан показател со коефициентот на обрт на залихи е показателот за *денови на врзување во залихи*, кој се пресметува како количник помеѓу бројот на денови во годината и коефициентот на обрт на залихи.

$$\text{Денови на врзување во залихи} = \frac{365}{\text{стапка на обрт на залихи}}$$

Во претходниот пример,

$$\text{Денови на врзување во залихи} = \frac{365}{6,4} = 57 \text{ дена}$$

Ова значи дека во анализираната компанија залихите се држат во просек 57 денови, пред да бидат продадени, што може да биде добро или лошо, во зависност од индустријата. На пример, за производител на автомобил држењето на залихите 57 дена може да биде добро, додека за производителот на млечни производи тоа е многу лош знак.

### 3.1.8 Показател на обрт на постојани средства

Показателот за обрт на постојаните средства покажува колку приходи од продажба остварува компанијата на секој денар инвестиран во основни средства. Преку овој показател, всушност, се оценува ефикасноста во користењето на постојаните средства, како и располагањето со соодветен, искористен капацитет од страна на компанијата. Во основните средства се вклучуваат недвижности, мебел, компјутери, машини и опрема за производство.

Показателот за обрт на постојаните средства се пресметува со формулата:

$$\text{Показател на обрт на основни средства} = \frac{\text{приходи од продажба}}{\text{просечни основни средства}}$$

Пресметаниот показател со оваа формула покажува колку приходи од продажба генерира компанијата на секој денар вложен во постојани средства.

### **Практичен пример**

Компанијата X има остварено приходи од продажба во износ од 1.350.000 денари. На крајот од 2014-та година компанијата поседува основни средства во вредност од 260.000 денари, а на крајот од 2013-та година 220.000 денари.

$$\text{Показател на обрт на основни средства} = \frac{1\,350\,000}{(260\,000 + 220\,000)/2} = \frac{1\,350\,000}{240\,000} = 5,6$$

Пресметаната вредност на показателот на обрт на основни средства покажува дека секој денар вложен во фиксни средства на компанијата генерира 5,6 денари приходи од продажба.

Колку што е повисок овој показател толку е подобро за компанијата. Доколку показателот на обрт на основните средства е понизок во споредба со просекот во индустријата, тоа е индикатор дека можеби:

- Машините не се целосно искористени;
- Основните средства можеби се скршени, застарени или во магацин;
- Продадената или застарената опрема сè уште се наоѓа во сметководствените книги;
- Компанијата има вишок на произведен капацитет.

Оптималната вредност на овој показател е различна во зависност од дејноста, меѓутоа се смета дека компанијата треба да остварува повеќе од 2 денари приходи од продажба на секој денар основни средства.

### 3.2 Финансиски показатели за оценка на финансиските перформанси

Кога станува збор за анализата на оперативните перформанси на компанијата се зема предвид продуктивноста на средствата, без разлика како се тие обезбедени. Кога станува збор за финансиските перформанси, се земаат предвид изворите на средства, односот помеѓу долгот и капиталот на компанијата и како финансиските показатели можат да помогнат во мерење на ефикасноста на структурата на капиталот. Со други зборови, тоа значи да се утврди колку добро се менаџирани долгот и капиталот, во насока на зголемување на вредноста на стејкхолдерите<sup>26</sup>.

#### 3.2.7 Поврат на капитал (ROE)

Стапката на поврат на капиталот ( ROCE – Return on common shareholder's equity или како што често се нарекува ROE) е мерило за користа која ја добиваат обичните акционери. Овој финансиски показател е важен како за тековните, така и за потенцијалните стејкхолдери и како таков ја искажува нето-добивката како процент од износот на ангажиран капитал на компанијата.

Пресметката на стапката на поврат (принос) на капиталот се врши преку следната формула:

$$\text{Поврат на капитал (ROE)} = \frac{\text{нето — добивката — дивиденди на преференцијални акции}}{\text{просечен акционерски капитал}}$$

<sup>26</sup> Лица кои влијаат и се под влијание на работењето на компанијата (нејзините акции, одлуки, политики и цели).

Зошто дивидендите на преференцијалните акции се одземаат од нето-добивката на компанијата? За разлика од каматата, дивидендите не се одземаат од приходите со цел да се пресмета нето-добивката и како такви се одземаат од нето-добивката, со цел да се пресмета остатокот од нето-добивката кој е достапен за обичните акционери. Акционерскиот капитал ги вклучува акциите по номинална вредност, уплатениот капитал и задржаната добивка.

### ***Практичен пример***

Компанијата X остварила нето-добивка во износ од 115.000 денари; биле исплатени дивиденди за преференцијални акции во вредност од 12.000 денари; вкупниот акционерски капитал на крајот од 2014-та година изнесувал 520.000 денари, а на крајот од претходната година 450.000 денари.

Врз основа на податоците пресметката на стапката на поврат на капиталот, би изгледала вака:

$$\text{Поврат на капитал (ROE)} = \frac{115\,000 - 12\,000}{\frac{450\,000 + 520\,000}{2}} = \frac{103\,000}{485\,000} = 0,212 = 21,2 \%$$

Според добиените вредности на секои 100 денари ангажирани сопствени средства компанијата остварила 21,2 денари нето-добивка.

### ***3.2.8 Врската помеѓу ROA и ROE***

Стапката на поврат на вкупни средства го претставува профитот којшто го генерираат вкупните средства. Стапката на поврат на капитал, пак, претставува дел од профитот кој им припаѓа на обичните акционери. Она што треба да се знае е дека освен обичните акционери, постојат и други доверители кои ѝ обезбедуваат средства на компанијата и дел од вкупниот профит им припаѓа ним, во вид на поврат на инвестираниот капитал.

## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

$ROA =$  камата на кредиторите + поврат на сопствениците на преференцијални акции + поврат на обичните акционери

**Практичен пример**

Компанијата А и компанијата Б имаат ист износ на вкупни средства, 1. 000.000 денари. Кај компанијата А обичните акционери го обезбедуваат вкупниот капитал во износ од 1.000.000 денари, додека кај компанијата Б обичните акционери обезбедуваат само половина од капиталот, односно 500.000 ден., а останатата половина ја обезбедуваат кредиторите, кои бараат поврат на инвестираниот капитал во вид на камата, чијашто стапка изнесува 9%. И двете компании оствариле 100.000 денари добивка пред камати и даноци и имаат ROA во износ од 10%, додека стапка на данок на добивка од 10% .

Добивката пред даноци (Earnings before taxes или скратено EBT) изнесува:

$$EBT(A) = 100\,000 - 0 \times (1 - 0,10) = 100.000 \text{ денари}$$

$$EBT(B) = 100\,000 - 500\,000 \times 9\% \times (1 - 0,1) = 100\,000 - 45\,000 \times 0,9 = \\ 100\,000 - 40\,500 = 59.500 \text{ денари}$$

Во овој пример компаниите немаат издадено преференцијални акции. Доколку има преференцијални акционери, дивидендите на преференцијалните акции треба да се одземат од приходот, на ист начин како и каматите.

$$ROE(A) = \frac{100\,000}{1\,000\,000} = 10\%$$

$$ROE(B) = \frac{59\,500}{500\,000} = 11,9\%$$

Од пресметката на ROE можеме да заклучиме дека компанијата која дел од своите средства ги финансира по пат на кредитирање, има повисока стапка на поврат на капиталот ROE. Разликата во стапката на поврат на капиталот која настанува како резултат на користење кредит се нарекува левериџ. Основно прашање кое се поставува е дали употребата на долгот секогаш ја зголемува



стапката на поврат на капиталот? Кога компанијата нема долгови стапките на принос на вкупните средства и на капиталот (ROA и ROE) се идентични. Кога компанијата има долг и стапката на принос на вкупни средства ROA е повисока од каматната стапка, стапката на принос на капиталот ROE ја надминува стапката на принос на вкупните средства ROA и оваа ситуација е позната како позитивен финансиски левериџ. Кога ROA е еднаква на каматната стапка на долгот, стапките на принос на вкупните средства и на капиталот се еднакви ( $ROA = ROE$ ). И како последна ситуација, кога компанијата има долг и ROA е помала од каматната стапка, компанијата се соочува со негативен финансиски левериџ, односно стапката на принос на капиталот ROE е помала од стапката на поврат на вкупните средства на компанијата.

Во наведениот пример каматната стапка на долгот изнесува 9% и е помала од стапката на принос на средствата ROA, која изнесува 10%. Оттука, компанијата Б остварила позитивен финансиски левериџ и има повисока стапка на поврат на капиталот, за разлика од компанијата А, кај која стапката на поврат на вкупните средства и стапката на поврат на капиталот се идентични.

Врската помеѓу овие два показатели се покажува и преку т.н. Дипонт анализа, која се базира на податоците од билансот на состојба и билансот на успех. Според оваа анализа, стапката на поврат на вкупните средства се добива како производ од нето-профитната маржа и коефициентот на обрт на вкупните средства. Кога стапката на принос на вкупните средства ROA се помножи со мултипликаторот на сопствените средства<sup>27</sup>, се добива стапката на принос на капиталот.

$ROE = \text{нето профитна маржа} \times \text{обрт на вк. средства}$

$\times \text{мултипликатор на сопствен капитал}$

$ROE = ROA \times \text{мултипликатор на сопствен капитал}$

<sup>27</sup> Мултипликаторот на сопствените средства се добива кога вкупните извори на средства се поделат со сопствениот капитал.

## 3.2.9 Стапка на заработувачка по акција

Финансискиот показател заработувачка по акција е мерило за профитабилноста на работењето на компанијата, од гледна точка на обичните акционери. Овој финансиски показател се пресметува преку следнава формула:

$$\text{Заработувачка по акција} = \frac{\text{нето добивка} - \text{дивиденди на преференцијални акции}}{\text{пондериран просечен број на обични акции во промет}}$$

Одземањето на дивидендите на преференцијалните акции од нето-добивката се врши бидејќи овој износ не им стои на располагање на обичните акционери.

Пресметката на просечниот број на обични акции во оптек се пресметува по пат на множење на бројот на акции со бројот на месеци колку што истите се наоѓаат во промет и на тој начин се добива бројот *акции/ месеци*. Потоа се врши собирање на сите акции/ месеци за цела година и нивниот збир се дели со 12.

**Практичен пример**

Да претпоставиме дека компанијата X на 1-ви јануари пушта во промет 300.000 обични акции. По 90 дена, на 1-ви април, компанијата издава уште 50.000 акции, за подоцна на 1-ви декември да издаде уште 50.000.

Пресметката на просечниот број обични акции во промет би била:

пондериран просечен број на обични акции во промет =

$$300.000 \times 3 \text{ месеци} = 900.000$$

$$350.000 \times 8 \text{ месеци} = 2.800.000$$

$$400.000 \times 1 \text{ месец} = 400.000$$

---


$$12 \text{ месеци} = 4.100.000$$

$$\frac{4.100.000}{12} = 341.666$$

Значи, просечниот број обични акции во промет изнесува 341.666.

Ако компанијата има нето-добивка во износ од 100.000 денари и исплатила дивиденди за преференцијалните акции во износ од 5.000 денари, заработувачката по акција ќе изнесува:

$$\text{Заработувачка по акција} = \frac{100.000 - 5.000}{341.666} = \frac{95.000}{341.666} = 0,278 \text{ денари по акција}$$

### 3.2.4 Целосно разводната заработувачка по акција

Понекогаш компаниите издаваат обврзници или преференцијални акции кои можат да бидат претворени во обични акции. Исто така, тие можат да издадат опции и варанти кои им даваат право на индивидуалните лица да купуваат и да продаваат акции по однапред утврдени цени. Целосно разводнетата заработувачка по акција е теоретска калкулација, која при пресметката на заработувачката по акција ги зема предвид потенцијалните акции, претпоставувајќи дека конвертибилните обврзници и конвертибилните приоритетни акции се конвертирани во обични акции, а опциите и варантите се извршени на рационална основа.

Да претпоставиме дека едно лице има опција да купи акции по цена од 10 денари. Ако тековната пазарна цена на акцијата е 12 денари, ќе биде рационално лицето да ја искористи опцијата и да ја купи акцијата по 10 денари, а потоа да ја продаде на пазарот по цена од 12 денари и да оствари добивка од 2 денара. Во спротивно, доколку пазарната цена е 8 ден., ќе биде нерационално искористувањето на опцијата и купувањето по цена од 10 денари, кога на пазарот лицето може да ја купи истата акција по цена од 8 денари.

Меѓутоа, да претпоставиме дека едно лице поседува конвертибилна обврзница од 1.000 денари, која му носи камата од 12 %, а која може да ја замени

## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

за 100 акции, чија тековна пазарна цена е 11 денари. Во овој случај, доколку лицето изврши конверзија на обврзницата и ја замени за 100 акции, кои ќе ги продаде на пазарот по 11 денари, тој ќе оствари заработка од 100 денари, односно 10%. Во оваа ситуација се поставува прашањето - дали рационален инвеститор ќе изврши конверзија на обврзница со каматна стапка од 12 % за остварување еднакратна добивка од 10%? Секако дека секој рационален инвеститор нема да ја конвертира својата обврзница која му носи годишна камата од 12% за еднакратно остварување принос од 10%.

Пресметката на разводнетата заработувачка по акција се врши со примена на следната формула:

$$\text{Разводнетата заработка по акција} = \frac{\text{нето — добивка}}{\text{просечен број на акции во промет под претпоставка на целосна конверзија на конвертибилни хартии од вредност}}$$

**Практичен пример**

Да претпоставиме дека компанијата X има издадено 125.000 обични акции и 15.000 конвертибилни акции. Нето-добивката на компанијата изнесува 520.000 денари.

Пресметката на разводнетата заработувачка акција во примерот би изгледала како што следи:

$$\begin{aligned} \text{Разводнетата заработувачка по акција} &= \frac{520\,000}{125\,000 + 15\,000} = \frac{520\,000}{140\,000} = \\ &= 3,71 \text{ денар заработка по акција} \end{aligned}$$

Под претпоставка дека сите сопственици на конвертибилни акции ќе го остварат своето право на конверзија за обични акции вредноста на заработката по акција ќе изнесува 3,71 денар.

### 3.2.10 Рацио цена / заработувачка по акција

Показателот цена/заработувачка по акција е финансиски показател кој се добива со поделба на тековната пазарна цена на акцијата со основната заработувачка по акција. Во извесна смисла, тоа ја претставува цената која треба да се плати за да се добие 1 денар од заработувачката на компанијата.

Формулата за пресметка на рациото цена / заработувачка по акција е следнава:

$$\text{Цена /заработувачка по акција} = \frac{\text{пазарна цена на една акција}}{\text{заработувачка по една акција}}$$

Кога станува збор за пазарната цена, секогаш се мисли на тековната пазарна цена на акцијата.

#### **Практичен пример**

Да претпоставиме дека компанијата X има тековна пазарна цена на акцијата од 10 денари по акција, а показателот заработувачка по акција изнесува 0,5 денари по акција. Оттука, показателот цена/ заработувачка по акција ќе изнесува :

$$\text{Цена /заработувачка по акција} = \frac{10}{0,5} = 20 : 1$$

Преку споредба на тековниот показател цена/ заработувачка по акција со историските вредности на овој показател на компанијата може да се види дали акциите на компанијата се потценети или преценети. На пример, доколку показателот цена-заработувачка по акција на компанијата X, историски имал вредности околу 15 : 1, а тековниот показател изнесува 20 : 1, тоа дава информација дека акцијата на компанијата е можеби преценета, земајќи ги предвид нејзините историски заработувачки, раст и ризичност. Спротивно, доколку

историски показателот на компанијата изнесувал 22 : 1, тоа е знак дека купувањето на акциите на компанијата претставува добра зделка.

Она што треба да се има предвид е фактот дека овој финансиски показател претставува релативна мерка за вредноста на компанијата. Имено, на берзата се случуваат голем број флукутирања на цените, така што промената на показателот цена/заработувачка по акција, понекогаш може да биде нејасна и да не претставува соодветен сигнал за потценетост или преценетост на акциите на компанијата.

### **3.3 Мерење на ризикот**

Финансиските показатели се користат и како мерила на ликвидносниот ризик на компаниите, односно тие даваат информации за тоа дали компаниите ќе останат без парични средства, како на краток, така и на долг рок.

#### *3.3.7 Тековно рацио*

Тековното рацио е еден од првите финансиски показатели на кои банките посветуваат внимание со цел да го утврдат кредитниот ризик на компаниите. Овој финансиски показател покажува колку бргу средствата на компанијата можат да се претворат во паричен облик, со цел да им се излезе во пресрет на обврските кои треба да се подмират во блиска иднина, односно во моментот кога тие ќе достасаат за плаќање. Тековни средства се средствата на компанијата кои таа очекува да ги претвори во парични средства во период пократок од една година. Во оваа категорија се вклучуваат: парите, паричните еквиваленти, акциите кои компанијата ги чува за инвестициски цели, побарувањата и залихите. Тековни обврски се обврските кои компанијата треба да ги плати во рок пократок од една година. Овде влегуваат: обврските спрема добавувачите, пресметаните плати,

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

авансното плаќање, долговите и другите финансиски обврски кои достасуваат во рок од една година.

Пресметката на показателот на општа ликвидност (тековно рацио) се врши со користење на следната формула:

$$\text{Тековно рацио} = \frac{\text{тековни средства}}{\text{тековни обврски}}$$

Показателот тековно рацио покажува колку пати тековните средства со кои располага компанијата ги покриваат обврските кои компанијата треба да ги плати во блиска иднина. Според аналитичарите вредноста на овој показател треба да биде поголема од 2.

### **Практичен пример**

Да претпоставиме дека компанијата X располага со тековни средства во износ од 560.000 денари, од кои: 220 000 денари - пари и парични еквиваленти, 189.000 денари - побарувања од купувачите и 151.000 денари –залихи). Тековните обврски на компанијата изнесуваат 515.000 денари.

Пресметката на тековното рацио за оваа компанија изгледа вака:

$$\text{Тековно рацио} = \frac{560\,000}{515\,000} = 1,08$$

Тековното рацио со износ од 1, 08 покажува дека компанијата едвај успева да ги покрие своите тековни обврски со тековните средства. Доколку тековното рацио падне под 1, банките и другите доверители и инвеститори ќе бидат во дилема дали компанијата може да ги исполни своите финансиски обврски. Што ќе се случи доколку компанијата мора да отпише 20% од своите побарувања како резултат на банкрот на еден од нејзините најголеми клиенти или, пак, да отпише 10% од своите залихи како резултат на оштетување или застареност? Во тој случај побарувањата на компанијата ќе се намалат од 151.200 денари, а нејзините

залихи ќе добијат вредност од 135.900 денари. Во овој случај вкупните тековни средства на компанијата ќе изнесуваат 507.100 денари, а тековното рацио ќе добие вредност од 0,98, што значи дека компанијата нема да биде во можност да ги покрие своите тековни обврски во моментот на нивно достасување.

Од овие причини, банките и инвеститорите бараат од компаниите тековно рацио поголемо од 1, со цел да успеат да се заштитат од непредвидено оштетување на средствата. Тековното рацио има различни вредности во зависност од индустријата на која припаѓа компанијата, меѓутоа пожелно е неговиот износ да биде поголем од 2.

### *3.3.8 Старост на побарувања – Ризик од ненаплатливи побарувања*

Друг начин кој банките го користат за да се заштитат од несолвентност на компаниите кои ги кредитираат, е преку вршење анализа за староста на побарувањата на компаниите. Постојат два начина за утврдување на староста на побарувањата - од датумот на фактурата или од датумот на испорака на добрата на клиентите. Утврдувањето на староста на побарувањата претставува анализа со која сметките на побарувањата се групираат во неколку категории: 0-30 дена; 30-60 дена; 60-90 дена; над 90 дена.

Банките често, побарувањата постари од 90 дена ги сметаат за ненаплатливи, иако можеби поголемиот дел од нив компанијата ќе успее да ги наплати. Ова е особено значајно, бидејќи во голем број случаи одобрувањето на кредити содржи ограничувања, т.е. барања одредени показатели на средствата и обврските да бидат одржувани во утврдени рамки. Токму отписите на побарувањата можат да доведат до промени во средствата на компанијата и изместување на показателите надвор од утврдените граници. На пример, доколку една компанијата врз основа на анализата на староста на побарувањата има 100.000 денари побарувања со старост од над 90 дена, банката при пресметка на ризичноста на компанијата ќе ги намали нејзините побарувања за 100.000 денари.



Голем број сметководствени фирми сметаат дека со резерва треба да се гледа на т.н. „стари“ побарувања. Дефинирањето на тоа кои побарувања се стари е различно од компанија до компанија и од индустрија до индустрија. Сметководствените фирми се согласни за отпис на побарувањата на компаниите постари од една година.

### *3.3.9 Исправка на вредност на ненаплатливи побарувања*

Исправка на вредноста на ненаплатливи побарувања претставува препознавање на можноста дека одредени побарувања најверојатно ќе станат ненаплатливи. Станува збор за контра сметка на сметката побарувања од купувачите.<sup>28</sup> За разлика од сметката на побарувањата на купувачите, која има салдо на левата страна-дебит, сметката исправка на вредноста на ненаплатливите побарувања има салдо на десната страна-кредит. Кога се подготвуваат финансиските извештаи на компаниите, се врши спротиставување на овие две сметки и побарувањата од купувачите се прикажуваат нето од ненаплатливите побарувања.

### ***Практичен пример***

Вкупниот износ на побарувањата од купувачите на компанијата Х изнесува 1.500.000 денари. Врз основа на анализа ревизорите утврдиле дека компанијата нема побарувања постари од 365 дена, меѓутоа побарувања во износ од 260.000 денари се постари од 180 дена. Тие препорачале 50 % од овие побарувања да бидат ставени во категоријата ненаплатливи побарувања, т.е.:

$$260\,000 \times 50\% = 130.000 \text{ ден.}$$

---

<sup>28</sup>Контра сметка е посебна, но сепак поврзана сметка која ја намалува или станува одбитна ставка на придружната сметка и секогаш има салдо на спротивната страна од салдото на придружната сметка.

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Салдото на сметката побарувања од купувачите нето од ненаплатливите побарувања на компанијата X изнесува 1.370.000 денари (1.500.000 – 130.000)

### 3.3.10 Брзо рацио

Како резултат на потешкотиите на банките при заштитување од оштетување на залихите или, пак, нивно застарување, при што не може да се реализира нивната книговодствена вредност при продажба, банките пресметуваат т.н. брзо рацио. Овој финансиски показател се разликува од тековното рацио по тоа што во броителот тековните средства се намалуваат за износот на залихите.

Формулата за пресметка е:

$$\text{Брзо рацио} = \frac{\text{тековни средства} - \text{залихи}}{\text{тековни обврски}}$$

Со пресметката на овој показател кој се смета за подобар показател на ликвидноста од тековното рацио се добива информација колку пати тековните средства на компанијата кои се високоликвидни и можат лесно да се претворат во парични средства ги покриваат тековните обврски на компанијата.

#### **Практичен пример**

Тековните средства на компанијата X изнесуваат 720.000 денари, од кои 300.000 денари се залихи. Тековните обврски на компанијата изнесуваат 690.000 денари.

Пресметката на стапката на брза (моментна) ликвидност би била:

$$\text{Брзо рацио} = \frac{720\,000 - 300\,000}{690\,000} = \frac{420\,000}{690\,000} = 0,61$$

Оттука, врз основа на пресметаното рацио може да се заклучи дека компанијата не поседува доволно тековни средства за да им излезе во пресрет на своите тековни обврски, доколку не може да ги продаде залихите по вредност блиска на нивната книговодствена вредност. Според аналитичарите оптималната вредност на овој показател е 1.

### 3.3.11 Парични текови од работење наспроти тековните обврски

Друг начин на заштитување од ризикот од кредитирање или инвестирање во една компанија е да се споредат паричните текови од работењето на компанијата со нејзините тековни обврски. Овде фокусот се става на приходите од оперативните активности на компанијата, наспроти приходите кои не се резултат на редовното работење, туку настануваат како резултат на еднократни настани, како што се продажба на средства, добивки остварени од инвестирање на пазарот на акции, камати или приходи од дивиденди.

Пресметката на овој финансиски показател се врши со користење на формулата:

$$\frac{\text{парични текови од работењето}}{\text{просечни тековни обврски}} = \frac{\text{нето добивка} - \text{добивки од продажба и инвестирање} + \text{амортизација}}{\text{просечни тековни обврски}}$$

Вредноста на овој финансиски показател покажува колку нето-добивка остварила компанијата на секој денар тековни обврски.

#### **Практичен пример**

Компанијата X остварила нето-добивка во износ од 170.000 денари; добивка од продажба на машина 3.450 денари; добивка од инвестирање во акции на друга компанија во износ од 2.300 денари. Просечните тековни обврски на

## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

компанијата се во износ од 580.000 денари, а депрецијацијата изнесува 42 000 денари.

Показателот кој го покажува односот на паричните текови на компанијата и нејзините тековни обврски изнесува:

$$\frac{\text{парични текови од работењето}}{\text{просечни тековни обврски}} = \frac{170\,000 - 3\,450 - 2\,300 + 42\,000}{580\,000} = \frac{206\,250}{580\,000} = 0,35$$

Вредноста на пресметаниот финансиски показател од 0,35 не се смета за доволно добар, бидејќи при тековното ниво на работење, на компанијата ќе ѝ бидат потребни 2,85 години за да ги исплати тековните обврски ( $1 / 0,35$ ). Внимателните инвеститори и банкари пред да ги направат своите инвестиции ќе го споредат тековниот однос на паричните текови и просечните тековни обврски со оној од претходните години, со цел да утврдат дали компанијата остварила одредено подобрување или, пак, станува збор за намалување на износот на овој финансиски показател. Врз основа на направените студии, здравите фирми имаат финансиски показател кој го изразува односот помеѓу оперативните парични текови и тековните обврски, од 0,4 или повеќе.

### 3.3.12 Мерење на ликвидносниот ризик на долг рок

Да претпоставиме дека компанијата на краток рок е способна да ѝ излезе во пресрет на своите тековни обврски. На кој начин можеме да го утврдиме ликвидносниот ризик на компанијата на долг рок? Одговорот може да се добие со пресметка на неколку финансиски показатели.

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

✓ *Рацио доле/капитал*

Рациото долг/капитал е финансиски показател кај кој вкупните обврски на компанијата се ставаат во однос со нејзиниот капитал.

$$\text{Рацио долг/капитал} = \frac{\text{вкупни обврски}}{\text{капитал}}$$

Со пресметка на овој финансиски показател аналитичарите добиваат информација колкав дел од средствата компанијата обезбедува од внатрешни сопствени извори, а колкав дел по пат на финансирање од страна на инвеститори и кредитори. Вредноста на овој показател од 0,90 покажува дека на секои 100 денари сопствен капитал компанијата користи 90 денари туѓ капитал.

***Практичен пример***

Компанијата Х има вкупни обврски од 480.000 денари, а нејзиниот капитал изнесува 260.000 денари.

Показателот долг/капитал (debt to equity ratio) ќе се пресмета на следниот начин:

$$\text{Рацио долг/капитал} = \frac{480\,000}{260\,000} = 1,85$$

Пресметаниот показател покажува дека компанијата Х на секои сто денари сопствен капитал користи 185 денари капитал обезбеден од надворешни извори на финансирање.

Овој финансиски показател претставува релативно мерило за тоа кој го сноси финансискиот ризик на компанијата - сопствениците кои го обезбедуваат капиталот на компанијата или доверителите кои ја кредитираат компанијата. Односот на обврските на компанијата и капиталот од 2 : 1 покажува дека доверителите на компанијата обезбедуваат 1 од 2 денари кои ги користи

компанијата. Како што се зголемува износот на овој показател, сè поголем ризик се пренесува од сопствениците на компанијата на доверителите. Искуството покажува дека банките избегнуваат кредитирање на компаниите чијшто однос на обврските и капиталот е над 5 : 1, односно компании кај кои над 50 % од вкупните извори на средства отпаѓаат на туѓи извори на финансирање.

✓ *Стапка на покриеност на каматата*

Стапката на покриеност на каматата е финансиски показател кој покажува колку пати е заработена каматата, односно укажува на способноста на компанијата да ги покрие своите обврски по основ на камата, со остварената заработувачка. Станува збор за финансиски показател кој се добива со делење на нето-добивката пред камати и даноци со износот на каматата, која компанијата ја плаќа по основ на земени кредити, издадени обврзници и сл.

Показателот за стапката на покриеност на каматата се пресметува со формулата:

$$\text{Стапка на покриеност на каматата} = \frac{\text{нето добивка} + \text{камата} + \text{даноци}}{\text{камата}}$$

Како што може да се забележи, каматите и даноците се додаваат на нето-добивката со цел да се добие добивката пред камати и даноци.

$$\text{Стапка на покриеност на каматата} = \frac{\text{добивка пред камати и даноци (EBIT)}}{\text{камата}}$$

Овој финансиски показател покажува колку пати добивката пред камати и даноци ги покрива трошоците за финансирање на компанијата.

### **Практичен пример**

Компанијата X остварила нето-добивка во износ од 120.000 денари; трошоците за камата изнесуваат 9.000 денари, а обврските за даноци 12.000 денари.

Со користење на овие податоци, стапката на покриеност на каматата за анализираната компанија ќе изнесува:

$$\text{Стапка на покриеност на каматата} = \frac{120\,000 + 9\,000 + 12\,000}{9\,000} = \frac{141\,000}{9\,000} = 15,7$$

Пресметаната стапка на покриеност на каматата покажува дека нето-добивката на компанијата ги покрива трошоците за камата 15,7 пати. За да утврди дали вредноста на овој показател е добра, аналитичарот треба да изврши споредба со вредностите на овој показател во минатите години или, пак, со просекот на гранката.

Недостаток на овој финансиски показател е тоа што и покрај неговото значење за утврдување на способноста на компанијата да ги покрие своите обврски по основ на камата, тој не дава информација за принципиелното отплаќање на каматата од страна на компанијата. Овој финансиски показател, исто така, може да даде лажна сигурност за финансиската способност на компанијата, бидејќи таа не само што треба да ги исплати своите обврски по основ на камата туку има и обврска за исплата на вкупниот долг во утврден временски рок. Како и да е, стапка на покриеност на камата помала од еден укажува дека компанијата најверојатно е во неволја, односно ќе наиде на потешкотии при покривањето на обврските по основ на камата.

### **3.4    Значење и ограничувања на финансиските показатели**

Освен големата важност и информации кои ги овозможуваат, она што треба да се нагласи е дека финансиските показатели имаат и свои ограничувања. Најпрво, при нивна интерпретација често се прават одредени претпоставки кои се однапред поставени. На пример, при пресметка на обртот на побарувања од купувачите често се тргнува од претпоставката дека целокупната продажба на компанијата е на кредит.

Второ, финансиските показатели, сами по себе, не се доволни за да се разберат минатите перформанси на компаниите и за предвидување на нивното идно работење. За да дадат повеќе информации, тие мора да бидат споредени со финансиските показатели на другите компании од индустријата, со финансиски показатели на компанијата од изминатиот период и што е најважно да бидат земени предвид сите показатели заедно, при што даваат целокупна слика за работењето на компанијата. Оттука произлегува уште едно ограничување на финансиските показатели. Пронаоѓањето на адекватна компанија за споредба често е доста тешко, особено поради фактот дека голем број компании се занимаваат со повеќе различни бизниси истовремено. Дури и во ситуација аналитичарот да најде соодветна компанија за споредба, тоа не значи дека нејзините финансиски показатели се солидни стандарди за споредба и извршување на анализата.

Трето, кај некои бизниси пресметката на одредени показатели не е погодна и доведува до апсурдни вредности кои немаат смисла. Затоа, особено значајно е изборот на показателите кои ќе се пресметуваат да се изврши врз основа на природата на дејноста. На пример, кај компанија која не остварува продажба на кредит, пресметката на обртот на побарувањата од купувачите и просечниот период на наплата на побарувања од купувачите нема никаква смисла.

И на крај, многу често при пресметка на одредени показатели може да се добие негативна вредност. Во такви случаи, потребно е да се земаат предвид



други показатели чишто вредности ќе бидат во рамките на прифатливите граници.

#### **4. Фактори кои ја детерминираат каматната стапка и бараната стапка на принос**

Финансиската анализа, всушност, претставува обликување на иднината. Притоа, еден од клучните фактори за донесување одлуки претставуваат каматните стапки. Каматните стапки се клучен фактор кој влијае врз цената на капиталот и ориентир за донесување инвестициски одлуки. Тесно поврзана со каматната стапка е бараната стапка на принос. Бараната стапка на принос претставува минималниот баран поврат, односно принос кој поттикнува донесување одлука за инвестирање. Повисоката каматна стапка со себе повлекува и повисока барана стапка на принос која ќе резултира со инвестирање. На пример, порастот на каматната стапка на U.S. T-bills со себе ќе повлече пораст на бараната стапка на принос на обврзниците на Аргентина. Она што треба да се нагласи дека иако станува збор за неразделна релација, врската не мора секогаш да биде линеарна.

Другата страна на инвестирањето претставува прибирањето на потребните финансиски средства. Доколку компаниите сакаат да обезбедат парични средства за нивните проекти, тие треба да имаат соодветно разбирање за бараната стапка на принос на пазарот. Во спротивно, тие ќе бидат препуштени на милоста на банките, преземачите на ризик и другите фирми обезбедувачи на капитал.

##### **4.1 Компоненти на каматната стапка**

Основни фактори кои ја детерминираат каматната стапка, а оттука и бараната стапка на принос се:

- Продуктивноста со која позајмените средства можат да бидат распоредени;

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

- Преференциите на индивидуите за штедење наспроти тенденциите за потрошувачка;
- Инфлацијата;
- Останати фактори на ризик.

#### *4.1.1 Безризична стапка на принос*

Генерално, преференциите за штедење наспроти тенденциите за потрошувачка и тековната стапка на инфлација се претставени преку безризичната стапка на принос или т.н. risk-free rate of return или Krf. Најчесто за безризична стапка на принос се зема годишната каматна стапка на U.S. T-bills бидејќи се смета дека федералната влада секогаш ќе ги врати своите долгови.

#### *4.1.2 Стандардна премија за ризик*

Стандардната премија за ризик или т.н. default risk premium (DRP) го претставува ризикот дека компанијата нема да може да го отплати својот долг. Оттука, бизнисите кои се соочуваат со загуби имаат повисока стандардна премија за ризик за разлика од профитабилните бизниси. Од друга страна, бизнисите кои генерираат големи парични текови во однос на потребните средства за сервисирање на долгот имаат низок DRP.

#### *4.1.3 Премија за ликвидност*

Премијата за ликвидност (LP) е премија која го рефлектира фактот дека можеби нема да има соодветен купувач за одредени хартии од вредност. На пример, секогаш има купувачи за американските државни хартии од вредност за разлика од хартии од вредност на одредена компанија.

#### *4.1.4 Премија за ризик до доспевање*

Премијата за ризикот до доспевање го претставува ризикот од зголемување на безризичната стапка на принос со текот на времето. На пример, оваа премија ќе биде релативно ниска за обврзници со рок на доспевање до 5 години, за разлика од обврзниците кои имаат рок на доспевање поголем од 30 години.

### 4.2 Предвидување на каматните стапки - Теорија на очекувањата

Теоријата на очекувања претставува предвидување на безризичната стапка на принос за неколку идни години. Ова е особено важно бидејќи способноста за предвидување на промените во идните каматни стапки им овозможува на бизнисите да направат пософистицирани проектни анализи што остварува минимизирање на финансискиот ризик на проектот. Според теоријата на очекувањата, при непроменети околности, приносот на двегодишна обврзница ќе биде просечен и очекуван принос на едногодишна обврзница, купена за една година од денес.

Да претпоставиме дека  $K(i, j)$  претставува обврзница со променлив број на години до доспевање и купена во различни периоди, каде:

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

-  $i$  претставува година кога обврзницата е купена. Ако  $i=0$  обврзницата е купена сега, доколку  $i=1$  обврзницата е купена за една година од денес, ако  $i=2$  обврзницата е купена за две години од денес итн.

-  $j$  е број на години на доспевање на обврзницата.

На пример, обврзница  $K(0, 2)$  е обврзница која е купена сега, со рок на доспевање од две години. Обврзницата  $K(3, 1)$  е обврзница купена за три години со рок на доспевање од една година.

Ако знаеме дека стапката на двегодишната обврзница  $K(0, 2)$  е 5,5%, а приносот на едногодишна обврзница  $K(0, 1)$  е 5%, дали можеме да ги искористиме овие информации за да го предвидиме приносот на едногодишна обврзница купена за една година од денес?

$$K(0, 2) = [K(0, 1) + K(1, 1)] / 2$$

Од равенството можеме да заклучиме дека се очекува приносот на двегодишна обврзница купена денес да се изедначи со просечниот принос на едногодишна обврзница купена денес и едногодишна обврзница купена за една година од денес. Користејќи ги податоците кои ги имаме на располагање и тргнувајќи од наведеното равенство следува :

$$5,5 \% = [ 5 \% + K(1, 1) ] / 2$$

Доколку ги помножиме двете страни на равенството со 2 ќе добиеме:

$$11 \% = 5 \% + K(1, 1)$$

$$K(1, 1) = 11 \% - 5 \%$$

$$K(1, 1) = 6 \%$$

Користејќи го овој метод можеме по пат на деконструкција на приносот на тригодишна обврзница да ја утврдиме безризичната стапка на принос во третата година, со деконструкција на четиригодишна обврзница да ја утврдиме безризичната стапка на принос во четвртата година и така натаму. Со помош на теоријата на очекувањата можеме да погледнеме „напред“ во иднината и да ги

предвидиме каматните стапки. Ова е од особено значење при донесување на финансиските одлуки, дали да се инвестира на краток или на долг рок, дали финансирањето на некоја недвижност да се изврши во моментот или да се почека каматните стапки да опаднат понатаму и сл.

## 5. Вреднување на обврзниците

Кога некој купува обврзница тој очекува :

- Прилив на парични средства од камата;
- Исплата на парични средства со доспевањето на обврзницата во износ еднаков на нејзината номинална вредност.

Вредноста на обврзницата е еднаква на сегашната вредност на каматните плаќања плус сегашната вредност на номиналната вредност на обврзницата.

Вредност на обврзницата  $(VB) = PMT \times PVIFA(K, n) + FV \times PVIF(K, n)$  каде:

- PMT е регуларните каматни плаќања
- K е дисконтната стапка
- N е број на години на дисконтирање
- FV е идна вредност на обврзницата во моментот на доспевање

### 5.1 Каматна стапка наспроти дисконтна стапка

Во контекст на вреднување на обврзниците, каматната стапка претставува утврдената стапка на обврзницата во моментот на издавање. Оваа утврдена купонска стапка се користи за да се пресмета секој износ на каматни плаќања PMT. Дисконтната стапка-K, пак, се користи во функција на сегашната вредност и може да се менува со текот на времето во зависност од финансиската кондиција на компанијата која ја издала обврзницата, економските услови и други фактори

кои влијаат врз ризикот од инвестирање. Бидејќи практично не постои ризик од инвестирање во U.S T-bills , дисконтната стапка која се користи за овие обврзници е многу блиска со безризичната стапка на принос  $K_{rf}$  плус премија за ризикот од доспевање MRP. Обврзниците издадени од General Electric се исто така сигурни, но не исто толку како што се U.S T-bills, затоа при нивно дисконтирање се користи малку повисока стапка. Доколку се работи за обврзници на компанија кај која е поизразен ризикот од инвестирање, може да се користи дисконтна стапка од 20%, 30% или, пак, можеби и 40%.

Како дисконтната стапка влијае врз приносот на обврзницата?

Дисконтната стапка е приносот баран од страна на инвеститорите за преземање различни нивоа на ризик. Колку што е поголем ризикот толку е поголема бараната дисконтна стапка. Дисконтната стапка исто така се нарекува „барана стапка на поврат“. Користејќи ја дисконтната стапка можеме да ја пресметаме пазарната вредност на обврзницата преку следнава формула

$$VB = PMT \times \left( \frac{1}{K} - \frac{1}{K \times (1 + K)^n} \right) + \frac{FV}{(1 + K)^n}$$

### **Практичен пример**

Која е пазарната вредност на десетгодишна обврзница со номинална вредност од 100 000 денари која носи принос од камата во износ од 5 600 денари еднаш годишно? Да претпоставиме дека обврзници со слични карактеристики имаат дисконтна стапка од 8%.

$$(VB) = PMT \times PVIFA(8\%, 10) + FV \times PVIF(8\%, 10)$$

$$(VB) = 5600 \times 6,71008 + 100\,000 \times 0,46319$$

$$(VB) = 37\,576,45 + 46\,319 = 83\,895,45$$

или

$$VB = 5600 \times \left( \frac{1}{0,08} - \frac{1}{0,08 \times (1 + 0,08)^{10}} \right) + \frac{100\,000}{(1 + 0,08)^{10}}$$

$$VB = 5600 \times \left( 12,5 - \frac{1}{0,08 \times (1 + 2,1589)^{10}} \right) + \frac{100\,000}{2,1589}$$

$$VB = 5600 \times 6,71 + 46\,319,885$$

$$VB = 83\,895$$

Во наведениов пример пазарната вредност на обврзницата 83 895,45 е помала од нејзината номинална вредност од 100 000 денари. За ваквите обврзници кои се продаваат по пазарна цена пониска од номиналната се вели дека се продаваат со дисконт. Во обратна ситуација, кога пазарната вредност е повисока од номиналната вредност се вели дека обврзницата се продава со премија.

Според теоријата, доколку обврзницата носи поголема камата од бараната стапка на принос, во тој случај тоа со себе повлекува повисока цена, односно обврзницата се продава со премија. Обврзница кај која бараната стапка на принос е повисока од нејзината купонска стапка се продава со дисконт. Врската помеѓу пазарната вредност на обврзницата и бараната стапка на принос се визуелизира како „клацкалка“. На едната страна од клацкалката е пазарната вредност на обврзницата, а на другата страна е бараната стапка на принос. На средината се наоѓаат купонската стапка и номиналната вредност на обврзницата. Како што бараната стапка на обврзницата се зголемува повисоко од средината, пазарната стапка на принос опаѓа. Како што пазарната цена на обврзницата се зголемува, бараната стапка на принос паѓа. Постојат повеќе причини поради кои е потребно да се разбере врската помеѓу пазарната цена и бараната стапка на принос:

- Да се направат разумни проверки на пресметките (доколку пресметките се спротивни на наведениов принцип на клацкалка, тоа е индикација дека пресметките треба повторно да се проверат);
- Да се разбере влијанието на приносот на обврзницата врз нејзината продажба со премија или дисконт.

## 5.2 Отповикливи обврзници

Обврзницата е договор да се платат главнината и каматата во фиксни периоди и фиксни износи. Обврзницата која има карактеристики на отповикливост претставува договор според кој издавачот може да ја „купи назад“ т.е. да ја отповика обврзницата пред доспевање. Најчесто како резултат на оваа привилегија издавачите на отповикливите обврзници плаќаат дополнителна премија. Компаниите ќе ја отповикаат обврзницата кога тие можат да го рефинансираат својот долг по пониска каматна стапка. Од гледна точка на инвеститорот, отповикливите обврзници можат да бидат помалку атрактивни.

### ***Практичен пример***

Претпоставете дека брокер ѝ нуди на вашата компанија обврзница со номинална вредност од 500 000 денари, рок на доспевање од 30 години, со купонска стапка од 10% и камата која се плаќа годишно. Обврзницата е издадена пред 15 години. Обврзницата може да биде отповикана во 20-тата година со премија за отповикување од 10% од нејзината номинална вредност. Приносот на обврзниците со ваков квалитет е 6%. Која е вредноста на обврзницата?<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup>David E. Vance, "Financial Analysis & Decision making", The McGraw-Hill Companies, 2003, p.105



Годишните каматни плаќања, PMT, се пресметува како производ од купонската каматна стапка од 10% и номиналната вредност на обврзницата од 500 000 денари.

$$PMT = 10\% \times 500,000 = 50,000$$

Во ваков случај, потребно е да се пресмета вредноста на обврзницата при доспевање (maturity value- $V_m$ ) и да се спореди со нејзината вредност на денот кога може да се отповика (call date-  $V_c$ ).

$$V_m = PMT \times PVIFA(6\%, 15) + FV \times PVIF(6\%, 15)$$

$$V_m = 50,000 \times 9.71225 + 500,000 \times 0.41727$$

$$V_m = 485,612.50 + 208,635.00 = 694,247.50$$

$$V_c = PMT \times PVIFA(6\%, 5) + FV \times PVIF(6\%, 5)$$

$$V_c = 50,000 \times 4.21236 + 550,000 \times 0.74726$$

$$V_c = 210,618.00 + 410,993.00 = 621,611$$

Постојат две големи разлики при пресметката на вредноста на обврзницата до достасување и вредноста на датумот на отповикување. Првата е тоа што крајната финална вредност на обврзницата е 550 000 денари (500 000 денари номинална вредност и 10% каматна стапка или 50 000 денари). Втората е тоа што бројот на години до отповикување е 5 , а до доспевање 15 години. Вкупната разлика во вредноста е 72 636,50 денари. Внимателниот купувач во ваквите случаи ќе ја земе предвид премијата за отповикување и ќе ги спореди и двете вредности на обврзницата при купувањето понудувајќи да ја плати пониската од двете вредности.

### 5.3 Конвертибилни обврзници

Конвертибилни обврзници се обврзници кои можат да бидат заменети со акции на компанијата, најчесто обични акции. Конвертибилноста е карактеристика

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

која има цел да ја зголеми привлечноста на обврзницата. Некои инвеститори не се подготвени и не сакаат да инвестираат во акции на компанијата, бидејќи сметаат дека цената на акциите е променлива и не сакаат да преземаат таков инвестициски ризик или, пак, сметаат дека компанијата не исплаќа доволно дивиденди, кои би го оправдале нивното инвестирање. Од друга страна, некои инвеститори не сакаат да инвестираат во обврзници, од причина што сакаат да учествуваат во растот на компанијата. Конвертибилните обврзници го нудат најдоброто од двата типа хартии од вредност. Тие најчесто нудат каматни плаќања двапати во годината, па, така, инвеститорот оставрува тековни каматни приходи. Вообичаено, каматата е повисока од дивидендите што инвеститорот би ги добил од купување обични акции. Доколку цената на акциите доживее драматичен пораст, конвертибилната карактеристика му овозможува на инвеститорот да учествува во остварениот раст на компанијата.

Освен привилегиите кои конвертибилната обврзница ги нуди на инвеститорот, таа ,исто така ,нуди и поволности за компанијата емитент :

- Конвертибилната обврзница може лесно да се продаде;
- Компанијата може да понуди пониска купонска стапка во однос на случајот кога не постои конвертибилна карактеристика;
- Износот на каматата ја намалува даночната основица, за разлика од дивидендите на акциите кои не ја намалуваат;
- Ако обврзниците се конвертираат, компанијата не треба да го исплати номиналниот износ.

Постојат два начина за вреднување на конвертибилните обврзници: како обврзница или еквивалентен број на акции. За разлика од отповикливите обврзници, каде се зема предвид пониската од вредноста до доспевање и вредноста при отповикување, кај конвертибилните обврзници се зема повисоката вредност од нејзината вредност како должнички инструмент и нејзината пазарна вредност доколку се изврши конвертирање.

### **Практичен пример**

Компанијата X издава 10 годишна обврзница, со номинална вредност од 1.000 денари, со купонска стапка од 8% и камата која се плаќа еднаш годишно. Обврзниците со слични карактеристики имаат принос од 12%. Издадената обврзница може да се конвертира во замена за 50 обични акции на компанијата. Во моментот, акциите на компанијата се продаваат по цена од 6 денари по акција. Која е вредноста на обврзницата?

$$V_b = PMT \times PVIFA(12\%, 10) + FV \times PVIF(12\%, 10)$$

$$V_b = (8\% \times 1.000) \times 5,65022 + 1.000 \times 0,32197$$

$$V_b = 452,02 + 321,97 = 773,99$$

Која е вредноста на обврзницата доколку таа се конвертира за 50 обични акции на компанијата? Едноставно, во тој случај вредноста на обврзницата ќе биде производ од бројот на акции кои можат да се добијат со нејзино конвертирање и пазарната цена на акцијата или во овој случај:

$$V_b = 50 \times 6 = 300$$

Со споредба на двете вредности можеме да утврдиме дека оваа обврзница вреди многу повеќе неконвертирана, отколку конвертирана за обични акции. Да претпоставиме дека компанијата остварила значајни научни успеси и пробивања, што довело до пораст на цената на акциите од 6 на 18 денари по акција. Во овој случај, вредноста на обврзницата ќе биде:

$$V_b = 50 \times 18 = 900$$

Со ваквите промени, вредноста на добиените акции со конвертирање на обврзницата е поголема од неконвертираната обврзница.

Од друга страна, особено значајно е да се земе предвид променливоста на цената на акциите на пазарот. Имено, многу лесно, како резултат на промена во условите, може да дојде до опаѓање на вредноста на акциите, при што тие би имале многу помала вредност од вредноста на неконвертираната обврзница.

## **6. Вреднување на акциите како хартии од вредност**

Класичното вреднување на акциите се базира на неколку претпоставки: акциите носат дивиденди; стапките на раст се константни; стапките на раст се секогаш помали од бараната стапка на принос ( $K_r$ ), нешто кое не секогаш се потврдува во вистинскиот свет.

Како и да е, и покрај овие претпоставки, класичниот метод на вреднување на акциите и приносот од нив, се од голема помош при донесување одлуки за инвестирање. При пресметката на вредноста на акциите, се користат неколку ознаки:

- $P_0$  – тековна пазарна цена;
- $P_t$  – пазарна цена во некое идно време, каде  $t = 1, 2, 3 \dots$  години во иднината;
- $D_0$  – последни исплатени дивиденди;
- $D_t$  – дивиденди кои ќе бидат исплатени во иднина,  $D_1$  е идната дивиденда,  $D_2$  дивидендата исплатена за две години итн.;
- $P_{et}$  – очекувана вредност на акцијата во време  $t$ , која може но не мора да биде еднаква на  $P_t$ ;
- $g$  – стапка на раст.

Со цел за поедноставување, класичниот модел претпоставува дека стапката на раст на дивидендите, пазарната цена на акциите, приносот и паричните текови се исти. Дивидендите се утврдуваат од страна на одбор на директори и се предмет на голем број правни ограничувања. Стапката на раст на приносот, односно заработувачката, е функција на приходите и трошоците. Цената на акциите се утврдува од страна на пазарот.

Постојат две гледишта за приносот од дивиденда: првото гледиште е базирано на историскиот принос од дивиденда; второто гледиште за заснова на проектирање на приносот од дивиденда во иднина.

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Историскиот принос од дивиденда ги мери минатите перформанси и ги прикажува дивидендите за последните 12 месеци, поделени со тековната пазарна цена на акцијата.

$$\text{Историски принос од дивиденда} = \frac{D_0}{P_0}$$

На пример, во последните 12 месеци биле исплатени дивиденди во износ од 1,10 денари по акција, а тековната пазарна цена на акцијата е 40 денари.

$$\text{Историски принос од дивиденда} = \frac{1,10}{40}$$

$$\text{Историски принос од дивиденда} = 2,75\%$$

Предноста на ова мерило е тоа што е објективно и споредливо со историските приноси од дивиденди на други акции.

Очекуваниот принос од дивиденда е идната очекувана дивиденда, поделена со тековната пазарна цена на акцијата. Ова мерило е особено важно бидејќи секоја индивидуа која инвестира во акции денес сака да знае колкав принос ќе му донесе акцијата во иднина, а не приносот остварен во минатото. Доколку компанијата има позитивна стапка на раст, се очекува раст на дивидендата во иднина. Очекуваниот принос од дивиденда може да се пресмета на следниов начин:

$$\text{Очекуван принос од дивиденда} = \frac{D_0 \times (1 + g)}{P_0}$$

Да претпоставиме дека компанијата има стапка на раст од 12%.

$$\text{Очекуван принос од дивиденда} = \frac{1,10 \times (1 + 0,12)}{40}$$

$$\text{Очекуван принос од дивиденда} = \frac{1,232}{40}$$

## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Очекуван принос од дивиденда = 3,08%

Ако некој сака да купи акција и да ја чува во неограничен временски период, вредноста на акцијата ќе биде сегашната вредност на идните парични текови на акцијата, односно дисконтираната вредност на текот од дивиденди. Со текот на времето биле развиени техники за дисконтирање на паричните текови од дивиденди, врз основа на три сценарија: нула раст, константен раст и променлив раст.

Perpetuity претставува хартија од вредност која носи константен износ на дивиденда, во текот на неограничен временски период, која нема продажна вредност на крајот од периодот. Очекуваната цена на perpetuity, во време нула, односно во моментот претставува:

$$\text{Очекувана цена на perpetuity } P_{e0} = \frac{D_0}{K_r}$$

каде,  $D_0$  е дивидендат, а  $K_r$  е бараната стапка на принос за тој вид хартии од вредност.

### Практичен пример

Компанијата X исплаќа константен износ на дивиденда од 1,25 денари секоја година. Бараната стапка на принос на акциите со таква ризичност е 18%. Која е очекувана пазарна цена на акциите денес?

$$P_{e0} = \frac{1,25}{0,18}$$

$$P_{e0} = 6,94 \text{ денари}$$

Да претпоставиме дека бараната стапка на принос за наведената акција не изнесува 18%, туку 12%. Во овој случај очекуваната пазарна цена на акцијата ќе биде:

$$P_{e0} = \frac{1,25}{0,12}$$

$$P_{e0} = 10,42 \text{ денари}$$

## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Може да се забележи дека цената на акцијата е особено зависна од перцепцијата за нејзината ризичност, а не од нејзината дивиденда. Еден од факторите кој влијае врз ризичноста на акцијата е променливоста на приходите во услови на нормални флуктуации во конкуренцијата и бизнис циклусот. Особено важно е да се нагласи дека, иако акциите со нула раст теоретски се можни, во реалниот свет треба да се пристапува со посебна внимателност, бидејќи постои голема конкуренција и повеќето компании или остваруваат раст или „згаснуваат“.

Со текот на времето се очекува заработувачките и дивидендите на акциите да растат. Ако тие растат со иста стапка како и бруто домашниот производ на земјата (вклучувајќи ја инфлацијата) може да се очекува нивен раст од 5% до 8% годишно. Кога стапката на раст на акцијата е константна, очекуваната цена на акцијата може да се пресмета преку т.н. Гордонов модел или

$$\text{Очекувана цена на акција со константен раст } Pe_0 = \frac{Do \times (1 + g)}{Kr - g}$$

$$\text{Очекувана цена на акција со константен раст } Pe_0 = \frac{D_1}{Kr - g}$$

### **Практичен пример**

Да претпоставиме дека компанијата X исплатила последна годишна дивиденда од 2 денари по акција. Стапката на раст е 10% на годишно ниво и бараната стапка на принос на хартии од вредност со таква ризичност е 14%. Која е очекуваната тековна пазарна цена на акцијата?

$$\text{Очекувана цена на акција со константен раст } Pe_0 = \frac{2 \times (1 + 0,10)}{0,14 - 0,10}$$

$$\text{Очекувана цена на акција со константен раст } Pe_0 = \frac{2 \times (1 + 0,10)}{0,14 - 0,10}$$

$$\text{Очекувана цена на акција со константен раст } Pe_0 = 55 \text{ денари}$$

Оваа пресметка нема значење доколку стапката на раст е еднаква или ја надминува бараната стапка на принос. Ова е својствено ограничување на Гордоновиот модел. На пример, доколку стапката на раст и бараната стапка на принос се разликуваат за помалку од 1%, треба да се стави во прашање валидноста на резултатите добиени со примената на овој модел.

За разлика од зрелите компании кои работат на стабилни пазари, со непроменлива технологија, кои вообичаено бележат константен раст, голем број нови компании се соочуваат со забрзан раст, пред да доживеат одредена стабилност. Секако, постои разлика во очекуваната вредност на акција која има стапка на раст од 30% годишно, во неограничен временски период и очекуваната вредност на акцијата која има стапка на раст од 50%, три години по ред, за потоа да се стабилизира на задоволувачки 10%. Пресметката на очекуваната вредност на ваква акција се врши преку неколку чекори:

- А) Пресметка на дивидендите за периодот во кој се остварува брз раст;
- Б) Пресметка на очекуваната вредност на акцијата на крајот од периодот кој се карактеризира со брз раст;
- В) Дисконтирање на дивидендите и очекуваната вредност на акцијата на крајот од периодот во кој се остварува брз раст, со користење на бараната стапка на принос.

### ***Практичен пример***

Претпоставете дека компанијата X предвидува раст од 50% годишно во период од 3 години, а потоа во наредните години стапка на раст од 10% годишно. Последната исплатена дивиденда изнесува 0,10 денари по акција, а бараната стапка на принос 15%. Која е очекуваната вредност на акцијата?

А) Користејќи ја стапката на раст и формулата за ваква пресметка, вршиме предвидување на дивидендата за секоја од трите години во кои компанијата остварува брз раст:

$$D1 = D0 \times (1 + g)$$



ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

$$D1 = 0,10 \times (1 + 0,50) = 0,15$$

Во првата година во која компанијата остварува брз раст од 50% дивидендата ќе изнесува 0,15 денари по акција.

$$D2 = D1 \times (1 + g)$$

$$D2 = 0,15 \times (1 + 0,50) = 0,225$$

Во втората година дивидендата која изнесувала на почетокот 0,10 денари по акција ќе изнесува 0,225 денари по акција.

$$D3 = D2 \times (1 + g)$$

$$D3 = 0,225 \times (1 + 0,50) = 0,3375$$

Последната година од брзиот раст на компанијата дивидендата по акција ќе има вредност од приближно 0,34 денари по акција.

Б) За да ја пресметаме очекуваната вредност на акцијата на крајот од периодот на брз раст од три години, можеме да го користиме Гордоновиот модел. Ова ќе го направиме со користење на дивидендата од последната година  $D3$ , стапка на раст од 10% и бараната стапка на принос со ист процент од 15%.

$$Pe3 = \frac{D3 \times (1 + g)}{Kr - g}$$

$$Pe3 = \frac{0,3375 \times (1 + 10\%)}{15\% - 10\%}$$

$$Pe3 = 7,43 \text{ денари}$$

Користејќи го Гордоновиот модел и земајќи ги предвид износот на дивидендата, бараната стапка на принос и стапката на раст се пресметува очекуваната вредност на акцијата на крајот од периодот на брз раст во износ од 7,43 денари.

В) Дисконтирање на очекуваните парични текови од дивиденди и очекуваната вредност на акцијата, се врши со користење на следнава формула:

## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

$$Pe0 = \frac{D1}{1 + 15\%} + \frac{D2}{(1 + 15\%)^2} + \frac{D3}{(1 + 15\%)^3} + \frac{Pe3}{(1 + 15\%)^3}$$

$$Pe0 = \frac{0,15}{1,15} + \frac{0,225}{1,3225} + \frac{0,3375}{1,521} + \frac{7,43}{1,521}$$

$$Pe0 = 5,41 \text{ денари}$$

Со дисконтирање на пресметаните износи на дивиденди во првите три години на брз раст и очекуваната вредност на акцијата на крајот од овој период се добива пазарната цена на акцијата денес во вредност од 5,41 денари по акција.

Со помош на Гордоновиот модел, исто така може да се пресмета вкупниот принос од акцијата  $Ke$ , по пат на користење на следнава формула:

$$Ke = \frac{D1}{Po} + g$$

каде:

-  $D1$  се пресметува со формулата  $D1 = Do \times (1 + g)$ ,

-  $\frac{D1}{Po}$  е приносот од дивиденда и

-  $g$  е очекуваната стапка на раст на цената на акцијата.

На пример, доколку стапката на раст е 20%, последната дивиденда 0,32 денари по акција и тековната пазарна цена на акцијата 37,50 денари, вкупниот принос на акцијата ќе биде:

$$Ke = \frac{0,32 \times (1 + 20\%)}{37,5} + 20\% = 21\%$$

## 6.1 Основни методи за вреднување на акциите и нивните предности и слабости

Методите кои ги наведовме погоре претставуваат класични методи на вреднување на акциите. Освен класичните модели, сè повеќе се застапени методите на вреднување на акциите врз основа на остварените парични текови на компанијата, заработувачката и остварените приходи од продажба.

### 6.1.1 Вреднување на акциите врз основа на паричните текови

Практичарите, финансиските аналитичари, инвестициските банкари и специјалистите за преземања и спојувања, вршат вреднување на средствата на една компанија врз основа на паричните текови кои ги генерираат, а не врз основа на дивидендите. Остварените парични текови на компанијата, по основ на сите активности (оперативни, финансиски и инвестициски), овозможуваат: инвестирање во нови продукти; пробивање на нови пазари; ангажирање на најдобрите луѓе и сл.

Сè помалку компании, особено високорастечки, исплаќаат дивиденди (наместо тоа, тие ги реинвестираат добивките за раст на компанијата). Кога станува збор за остварената добивка од работењето, најчесто се зема предвид добивката пред камати, даноци, депрецијација и амортизација – EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciation and amortization). Добивката пред камати се користи од причина што каматите се функција на начинот на финансирање на компанијата, а не на нејзиното ефективно работење. Даноките се плаќаат само ако компанијата оствари добивка и она што треба да се истакне е дека постојат голем број начини за редуцирање на даноките од страна на компаниите, при што споредувањето на добивките по оданочување го губи своето значење. Депрецијацијата и амортизацијата, пак, претставуваат непарични текови кои не ги намалуваат паричните средства остварени од страна на компанијата. Паричните текови од која било година, даваат информација за идниот потенцијал на

## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

компанијата. За правилно вреднување на компанијата, потребно е да се изврши дисконтирање и сумирање на идните парични текови. За таа цел може да се користи модифициран Гордонов модел, кој наместо дивидендите ги зема предвид паричните текови.

$$CV = \frac{CF \times (1 + g)}{Kr - g}$$

каде

- $CV$  е сегашната вредност на компанијата
- $g$  е стапката на раст
- $CF$  се паричните текови
- $Kr$  е дисконтната стапка

Оттука, со цел да се пресмета вредноста на една акција на компанијата, нејзината сегашна вредност  $CV$  треба да се подели со бројот на акции на компанијата. Потешкотии настануваат кога компанијата освен обични акции има издадено и конвертибилни обврзници, конвертибилни преференцијални акции, опции или варианти.

### Практичен пример

Компанијата Х остварила добивка пред камати, даноци и депрецијација од 2.500.000 денари, стапка на раст од 11% на годишно ниво и барана стапка на принос на хартии со сличен ризик од 18%. Компанијата има издадено 400.000 обични акции. Колкава е вредноста на една акција?

$$CV = \frac{2.500.000 \times (1 + 0,11)}{0,18 - 0,11}$$

$$CV = \frac{2.775.000}{0,07} = 39.642.857 \text{ денари}$$

Пресметката покажува дека вкупната сегашна вредност на сите акции на компанијата изнесува 39.642.857 денари.

Бидејќи компанијата има издадено 400.000 акции, вредноста на една акција ќе биде:

$$Pe0 = \frac{39.642.857}{400.000} = 99,11 \text{ денари}$$

### 6.1.2 Вреднување на акциите врз основа на заработувачката

Кога аналитичарите зборуваат за заработувачката на компанијата, се мисли на заработувачката пред камати и даноци - ЕБИТ. Многу често компаниите се вреднуваат како збир на приходи. Вреднувањето на компаниите и индустриите е особено важно при прибирање капитал, на пример при иницијална емисија на акции, поставување услови за конвертибилни обврзници и преференцијални акции и издавање опции. Кога ќе се подели вредноста на водечката компанија во индустријата, со заработувачката пред камати и даноци за акцијата, се добива ЕБИТ мултипликатор за индустријата. Овој мултипликатор се користи за вреднување на компаниите во рамките на една индустрија. Формулата за пресметка на мултипликаторот е:

$$\text{ЕБИТ мултипликатор} = \frac{\sum Pi \times Si}{\sum EBIT_i}$$

Каде:

-  $Pi$  е цената на индивидуална акција на компанијата која претставува репер во индустријата,

-  $Si$  е бројот на акции во оптек,

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

-  $EBIT_i$  е добивката пред камати и даноци за акцијата  $i$  на водечката компанија

**Практичен пример**

Компанијата X остварила добивка пред камата и даноци EBIT во износ од 1,2 милиони денари и има издадено 200.000 акции. Колку изнесува вредноста на една акција на компанијата? Да претпоставиме дека индустрискиот мултипликатор изнесува 4,1.

Вредноста на акцијата на оваа компанија можеме да ја пресметаме врз основа на следната формула:

$$\text{Вредност на една акција на компанијата} = \frac{1.200.000 \times 4,1}{200.000} = 24,6 \text{ денари}$$

Она што треба да се земе предвид е дека при издавање поголем број нови акции, може да дојде до разводнување на остварената заработувачка по акција. Во таков случај, вредноста на компанијата ќе се дели со вкупниот број акции по извршената нова емисија, со цел да се добие очекуваната цена на акцијата.

**6.1.3. Вреднување на акциите врз основа на продажбата**

За време на dot.com експлозијата<sup>30</sup> голем број компании станале јавни, пред да докажат дека претставуваат профитабилен бизнис модел. Во ваков случај, вредноста на компаниите била утврдувана врз основа на продажбите. Ова се остварува на тој начин што се наоѓаат неколку компании кои успешно станале

---

<sup>30</sup>Станува збор за брз пораст на пазарот на капитал поткрепен со инвестиции во интернет-базирани компании во доцните 1990-ти години

## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

јавни компании и се утврдува нивната пазарна вредност врз основа на нивните продажби. Продажниот мултипликатор се пресметува на следниов начин:

$$\text{Продажен мултипликатор} = \frac{\sum P_i \times S_i}{\sum Sales_i}$$

каде:

- $Sales_i$  се продажбите на  $i$  компанијата
- $P_i$  е пазарната вредност на  $i$  компанијата
- $S_i$  е бројот на акции во оптек на  $i$  компанијата

Кога е познат овој мултипликатор, може да се пресмета вредноста на акцијата на компанијата, врз основа на следната формула:

$$\text{Пазарна вредност на акцијата} = \frac{\text{продажби} \times \text{продажен мултипликатор}}{\text{број на акции}}$$

Формулата покажува дека пазарната вредноста на акцијата на компанијата се добива кога вкупно остварената продажба на компанијата ќе се помножи со продажниот мултипликатор, по што ќе се подели со бројот на издадените акции.

### Практичен пример

Компанијата X остварила продажби во износ од 4 милиони денари, во услови на издадени 500.000 авторизирани акции<sup>31</sup>. Продажниот мултипликатор за индустријата на компанијата е 1.3. Колкава е вредноста на акцијата на компанијата, под претпоставка дека сите акции се издадени и авторизирани?

$$\text{Пазарна вредност на акцијата} = \frac{4\,000\,000 \times 1,3}{500\,000} = 10,4 \text{ денари по акција}$$

<sup>31</sup> Авторизирани акции се утврдениот број и вид на акции во актот за основање на корпорацијата

Добиената вредност за пазарната вредност на акцијата на компанијата, како и сите други пресметки, илустрирани претходно, треба да се спореди со вредноста на акциите на конкурентните компании, просекот на индустријата, минатите години, поставените развојни планови и сл. Всушност, преку ваквата компарација се остварува и целта на финансиската анализа, а тоа е утврдување на релативната состојба на различните аспекти од работењето на компанијата и преземање мерки за отстранување на сите дисторзии, како и стимулирање на позитивните процеси и трендови.

## **7. Студија на случај - пресметка на финансиските и оперативни показатели на компанијата „Макпетрол“ АД - Скопје**

Макпетрол АД Скопје претставува најголема приватна компанија за дистрибуција и промет со нафтени деривати во Република Македонија.<sup>32</sup> Компанијата е основана во 1947 година како трговско претпријатие за промет со нафта и нафтени деривати, под името Југопетрол Скопје, кое тогаш броело 85 вработени, а веќе по 5 години преминува во акционерско друштво. Од 1998 година акционерското друштво е во целосна приватна сопственост и неговите акции котираат на Македонската берза. Веќе 65 години ова акционерско друштво претставува лидер на македонскиот пазар за нафтени деривати, располагајќи со 124 ултра модерни бензиски станици.

7.1 Презентација на основните финансиски извештаи (Биланс на состојба и Биланс на успех) на компанијата Макпетрол АД Скопје, за периодот 2010 – 2014 год.

---

<sup>32</sup>[https://www.makpetrol.com.mk/zamakpetrol\\_mk.asp](https://www.makpetrol.com.mk/zamakpetrol_mk.asp)



ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

<b>Биланс на состојба<sup>33</sup></b> Податоците се во 000 денари	2014	2013	2012	2011	2010
<b>СРЕДСТВА</b>					
<b>ПОСТОЈАНИ СРЕДСТВА</b>	5,395,517	5,554,151	5,541,598	5,504,957	5,324,214
Нематеријални средства	36,945	22,109	28,452	21,337	23,864
Материјални средства	3,631,341	3,727,027	3,695,244	3,646,415	3,461,383
Недвижности, постројки и опрема	3,631,341	3,378,506	3,301,814	3,032,605	3,005,899
Останати материјални средства		348,521	393,430	613,810	455,484
<b>Долгорочни финансиски средства</b>	1,727,231	1,805,015	1,817,903	1,837,206	1,838,967
Вложувања во подружници	1,519	64,109	64,109	64,140	10,168
Вложувања во придружени претпријатија	559,907	1,687,317	1,687,507	1,689,823	1,719,187
Побарувања по дадени долгорочни заеми	14,606	53,589	66,287	83,243	
Останати долгорочни финансиски средства	1,151,199				109,612
<b>Долгорочни побарувања</b>					
<b>ТЕКОВНИ СРЕДСТВА</b>	2,762,950	3,396,150	3,521,575	3,490,774	3,004,803
Залихи	1,169,230	1,704,211	1,501,784	1,281,967	1,020,989
Побарувања од купувачите	1,325,819	1,180,343	1,555,824	1,572,441	1,588,579
Останати побарувања	25,890	193,955	190,981	301,461	17,011
Краткорочни вложувања					
Пари и парични еквиваленти	242,011	234,268	181,600	235,613	279,320
Платени трошоци за идните периоди и пресметани приходи (ABP)		83,373	91,685	99,302	98,904
<b>ВКУПНО СРЕДСТВА</b>	8,158,467	8,950,301	9,063,173	8,995,731	8,329,017
<b>ВОНБИЛАНСНА ЕВИДЕНЦИЈА - АКТИВА</b>	3,451,998	3,561,217	3,637,150	3,041,374	2,862,373
<b>ГЛАВНИНА И РЕЗЕРВИ И ОБВРСКИ</b>					
<b>ГЛАВНИНА И РЕЗЕРВИ</b>	3,399,283	3,547,041	3,750,377	3,808,969	2,799,732

<sup>33</sup> [https://www.makpetrol.com.mk/izvestai\\_mk.asp](https://www.makpetrol.com.mk/izvestai_mk.asp)

**ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ**

Основна главнина и ревалоризациони резерви	3,546,695	3,694,681	3,694,818	3,694,822	3,700,257
Резерви	(10,123)	55,559	92,327	88,476	149,661
Акумулирана добивка (загуба)	(137,289)	(203,199)	(36,768)	25,671	(61,186)
<b>ОБВРСКИ</b>	<b>4,759,184</b>	<b>5,403,260</b>	<b>5,313,099</b>	<b>5,186,762</b>	<b>4,072,581</b>
<b>ТЕКОВНИ ОБВРСКИ</b>	<b>4,759,184</b>	<b>5,400,641</b>	<b>5,309,796</b>	<b>5,184,683</b>	<b>4,072,581</b>
Обврски спрема добавувачи и останати обврски	2,197,328	2,090,542	2,724,104	2,846,393	2,142,140
Обврски за краткорочни кредити и хартии од вредност	2,561,856	2,866,278	2,122,256	1,857,977	1,365,057
Обврски кон државата		385,159	391,070	399,846	565,384
Останати краткорочни обврски		16	37		
Одложено плаќање на трошоци и приходи на идните периоди (ПВР)		58,546	72,694	80,467	
<b>ДОЛГОРОЧНИ ОБВРСКИ</b>	<b>0</b>	<b>2,619</b>	<b>2,635</b>	<b>2,079</b>	<b>0</b>
Останати долгорочни резервирања		2,619	2,635		
<b>ГЛАВНИНА И РЕЗЕРВИ И ОБВРСКИ</b>	<b>8,158,467</b>	<b>8,950,301</b>	<b>9063,173</b>	<b>8,995,731</b>	<b>8,329,017</b>
<b>ВОНБИЛАНСНА ЕВИДЕНЦИЈА-ПАСИВА</b>	<b>3,451,998</b>	<b>3,561,217</b>	<b>3,637,150</b>	<b>8,995,731</b>	<b>2,862,372</b>

<b>Биланс на успех<sup>34</sup></b> податоците се во 000 денари	2014	2013	2012	2011	2010
<b>ОПЕРАТИВНИ ПРИХОДИ</b>	<b>20,601,940</b>	<b>21,286,695</b>	<b>24,645,874</b>	<b>24,933,341</b>	<b>21,431,914</b>
Приходи од продажба	20,429,907	21,129,547	24,464,174	24,724,951	21,249,755
Приходи од продажба на домашен пазар	19,620,557	20,732,805	24,103,948	24,182,623	20,975,466
Приходи од продажба на странски пазар	809,350	396,742	360,228	589,328	274,289
Залихи на готови производи и на недовршено производство на почетокот на годината	89,755	163,893	148,002	39,634	88,685
Залихи на готовите производи и на недовршено производство на крајот на годината	98,272	89,755	163,893	148,002	39,636
Останати оперативни приходи	172,033	157,000	181,700	208,390	182,159

<sup>34</sup>[https://www.makpetrol.com.mk/izvestai\\_mk.asp](https://www.makpetrol.com.mk/izvestai_mk.asp)

**ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ**

<b>ОПЕРАТИВНИ РАСХОДИ</b>	<b>20,630,207</b>	<b>21,305,561</b>	<b>24,688,497</b>	<b>25,033,702</b>	<b>21,603,703</b>
Набавна вредност на трговски стоки	18,465,909	19,391,026	22,702,881	22,712,868	19,447,376
Трошоци за сировини и други материјали	389,635	160,853	221,206	466,959	278,207
Услуги со карактер на материјални трошоци	354,035	394,794	393,462	381,961	334,586
Останати трошоци од работењето	186,993	155,964	157,083	150,548	148,328
Трошоци за вработените	930,020	874,359	873,833	980,673	995,808
Амортизација на материјалните и нематеријалните средства	223,004	223,616	215,722	213,621	213,091
Вредносно усогласување (обезвреднување) на тековни средства	18,902	34,250	33,279	51,898	63,476
Резервирања за трошоци и ризици	8,627	2,619	2,427	2,079	
Останати расходи од работењето	53,082	68,080	88,604	73,095	122,831
<b>ОПЕРАТИВНА ДОБИВКА / ЗАГУБА</b>	<b>(19,750)</b>	<b>(18,866)</b>	<b>(42,623)</b>	<b>(100,361)</b>	<b>(171,789)</b>
<b>Финансиски приходи</b>	<b>59,458</b>	<b>59,825</b>	<b>116,554</b>	<b>120,973</b>	<b>92,064</b>
Приходи од вложувања, заеми и камати и курсни разлики	58,914	11,731	116,298	120,749	91,836
Останати приходи од финансирање	544	48094	256	224	228
<b>Финансиски расходи</b>	<b>163,294</b>	<b>161,122</b>	<b>138,574</b>	<b>94,685</b>	<b>103,330</b>
Расходи по основ на камати, курсни разлики и слични расходи	160,649	94	138,139	94,577	103,120
Останати расходи од финансирање	352	157,028	435	108	210
Удел во загубата на придружените друштва	2,293				
<b>Добивка/ загуба од редовно работење</b>	<b>(123,586)</b>	<b>(194,301)</b>	<b>(48,750)</b>	<b>34,295</b>	<b>(232,104)</b>
<b>Добивка/ загуба од редовно работење пред оданочување</b>	<b>(123,586)</b>	<b>(194,301)</b>	<b>(48,750)</b>	<b>34,295</b>	<b>(232,104)</b>
Данок од добивка	669	8,898	9,842	8,624	12,700
<b>Нето добивка/загуба по оданочување</b>	<b>(124,255)</b>	<b>(203,199)</b>	<b>(58,592)</b>	<b>25,671</b>	<b>(244,804)</b>
<b>Нето добивка/загуба која им припаѓа на акционерите на друштвото</b>	<b>(124,255)</b>	<b>(203,199)</b>	<b>(58,592)</b>	<b>25,671</b>	<b>(244,804)</b>
Нето останата сеопфатна добивка/загуба	26				

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Вкупна сеопфатна добивка/загуба	(124,229)	(203,199)	(58,592)	25,671	(244,804)
---------------------------------	-----------	-----------	----------	--------	-----------

Гледајќи го билансот на состојба На Макпетрол АД Скопје, може да се заклучи дека во рамките на активата најзастапени се постојаните средства. Во поглед на тековните средства акцент имаат залихите и побарувањата од купувачите. На страната на пасивата најголема вредност во сите пет години имаат тековните обврски (во најголем износ обврските спрема добавувачите и обврските по основ на краткорочни кредити). Просечната вредност на акционерскиот капитал во текот на анализираниот период изнесува 3 462 080 ( во 000 денари).

Кога станува збор за билансот на успех, компанијата остварува добивка само во текот на 2011-та година, а во сите други години таа остварила загуба, која е најголема во 2010-та година и изнесува 244 804 000 денари. Своите приходи од продажба во најголем дел компанијата ги остварува на домашен пазар, а оперативните расходи главно се должат на набавната вредност на трговските стоки. Во текот на четири од петте анализирани години вкупните расходи на компанијата ги надминуваат остварените приходи, што резултира со негативен финансиски резултат.

### 7.1.1. Пресметка на финансиските показатели за оценка на оперативните перформанси

#### ➤ Стапка на поврат на вкупни средства (ROA)

Стапка на принос на вкупни средства  $ROA = \frac{\text{нето — добивка}}{\text{Просечни вкупни средства}}$

$$ROA(2010) = \frac{-244\,804}{\frac{8\,329\,017 + 8\,376\,875}{2}} = \frac{-244\,804}{8\,352\,946} = -0,029 = -2,9\%$$

## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

$$ROA (2011) = \frac{25\,671}{\frac{8\,995\,731 + 8\,329\,017}{2}} = \frac{25\,671}{8\,662\,374} = 0,003 = 0,3\%$$

$$ROA (2012) = \frac{-58\,592}{\frac{9\,063\,173 + 8\,995\,731}{2}} = \frac{-58\,592}{9\,029\,452} = -0,0065 = -0,65\%$$

$$ROA (2013) = \frac{-203\,199}{\frac{8\,950\,301 + 9\,063\,173}{2}} = \frac{-203\,199}{9\,006\,737} = -0,023 = -2,3\%$$

$$ROA (2014) = \frac{-124\,229}{\frac{8\,158\,467 + 8\,950\,301}{2}} = \frac{-124\,229}{8\,554\,384} = -0,0145 = -1,45\%$$

Од пресметаната стапка на поврат на средства за анализираниот период може да се заклучи дека само во 2010-та година компанијата Макпетрол АД Скопје остварила позитивен поврат на вкупните средства од 0,3%, додека во останатите четири години стапката има негативни вредности. По покривањето на трошоците на финансирање, компанијата во 2010-та година остварила 0,3 денари принос на секои 100 денари инвестирани средства.

➤ **Нето-профитна маржа**

$$\text{Нето - профитна маржа} = \frac{\text{нето - добивка} + \text{камата} (1 - \text{даночна стапка})}{\text{приходи од продажба}}$$

$$\text{Нето - профитна маржа (2010)} = \frac{-244\,804}{21\,249\,755} = -0,0115 = -1,15\%$$

$$\text{Нето - профитна маржа (2011)} = \frac{25\,671}{24\,724\,951} = -0,0010 = 0,103\%$$

$$\text{Нето - профитна маржа (2012)} = \frac{-58\,592}{24\,464\,174} = -0,0024 = -0,24\%$$

$$\text{Нето - профитна маржа (2013)} = \frac{-203\,199}{21\,129\,547} = -0,0096 = -0,96\%$$

$$\text{Нето – профитна маржа (2014)} = \frac{-124\,229}{20\,429\,907} = -0,0061 = -0,61\%$$

Како и стапката на поврат на вкупните средства, така и нето-профитната маржа бележи позитивна вредност само во 2011-та година, во износ од 0,103%, што претставува незначителен износ на нето-профитна заработувачка. За разлика од 2011-та година, во останатите години стапката на нето-профитна маржа има негативна вредност. Ова укажува дека компанијата се соочувала со тешкотии во остварување на заработувачка за сопствениците на капиталот.

#### ➤ Обрт на вкупни средства

$$\text{Обрт на вкупни средства} = \frac{\text{приходи од продажба}}{\text{просечни вкупни средства}}$$

$$\text{Обрт на вкупни средства (2010)} = \frac{\frac{21\,249\,755}{8\,329\,017 + 8\,376\,875}}{2} = \frac{21\,276\,799}{8\,352\,946} = 2,55$$

$$\text{Обрт на вкупни средства (2011)} = \frac{\frac{24\,724\,951}{8\,995\,731 + 8\,329\,017}}{2} = \frac{24\,772\,106}{8\,662\,374} = 2,86$$

$$\text{Обрт на вкупни средства (2012)} = \frac{\frac{24\,464\,174}{9\,063\,173 + 8\,995\,731}}{2} = \frac{24\,609\,602}{9\,029\,452} = 2,73$$

$$\text{Обрт на вкупни средства (2013)} = \frac{\frac{21\,129\,547}{8\,950\,301 + 9\,063\,173}}{2} = \frac{21\,277\,671}{9\,006\,737} = 2,36$$

$$\text{Обрт на вкупни средства (2014)} = \frac{\frac{20\,429\,907}{8\,158\,467 + 8\,950\,301}}{2} = \frac{20\,429\,907}{8\,554\,384} = 2,39$$

Од пресметаните показатели можеме да заклучиме дека обртот на средствата на компанијата е најмал во 2013-та година и изнесува 2,36 пати во годината, а достигнува најголема вредност во 2011-та година кога изнесува 2,86

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

пати во пресметковната година. Во текот на петте години компанијата остварува од 2 до 3 денари приходи од продажба на секој денар вложени средства.

**Графикон бр. 1 – Обрт на вкупни средства на Макпетрол АД Скопје (2010 – 2014)**



➤ **Приход по вработен**

$$\text{Приход по вработен} = \frac{\text{Приходи од продажба}}{\text{Број на вработени}}$$

$$\text{Приход по вработен (2010)} = \frac{21\,249\,755\,000}{1863} = 11\,406\,202 \text{ денари}$$

$$\text{Приход по вработен (2011)} = \frac{24\,724\,951\,000}{1822} = 13\,570\,225 \text{ денари}$$

$$\text{Приход по вработен (2012)} = \frac{24\,464\,174\,000}{1876} = 13\,040\,604 \text{ денари}$$

$$\text{Приход по вработен (2013)} = \frac{21\,129\,547\,000}{1736} = 12\,171\,398 \text{ денари}$$

$$\text{Приход по вработен (2014)} = \frac{20\,429\,907\,000}{1780} = 11\,477\,476 \text{ денари}$$

Со оглед на тоа што бројот на вработени во текот на анализираните години се движи околу 1800 и фактот што остварените приходи се најголеми во 2011-та година, токму во оваа година приходите по вработен го достигнуваат својот врв и изнесуваат 13 570 225 денари по вработен. Не постои стандард според кој би се оценила висината на овој показател, единствено е можна споредба на висината на приходот по вработен за компанијата во одделните години, споредба со истиот показател кај конкурентските компании или со просекот на овој показател за гранката на која припаѓа анализираната компанија.

#### ➤ Обрт на побарувања од купувачите

$$\text{Стапка на обрт на побарувања од купувачите} = \frac{\text{приходи од продажба}}{\text{просечни побарувања од купувачите}}$$

$$\text{Обрт на побарувања (2010)} = \frac{21\,249\,755}{\frac{1\,588\,579 + 1\,435\,814}{2}} = \frac{21\,249\,755}{1\,512\,192} = 14,05$$

$$\text{Обрт на побарувања (2011)} = \frac{24\,724\,951}{\frac{1\,572\,441 + 1\,588\,579}{2}} = \frac{24\,724\,951}{1\,580\,510} = 15,64$$

$$\text{Обрт на побарувања (2012)} = \frac{24\,464\,174}{\frac{1\,555\,824 + 1\,572\,441}{2}} = \frac{24\,464\,174}{1\,564\,133} = 15,64$$

$$\text{Обрт на побарувања (2013)} = \frac{21\,129\,547}{\frac{1\,180\,343 + 1\,555\,824}{2}} = \frac{21\,129\,547}{1\,368\,084} = 15,44$$

$$\text{Обрт на побарувања (2014)} = \frac{20\,429\,907}{\frac{1\,325\,819 + 1\,180\,343}{2}} = \frac{20\,429\,907}{1\,253\,081} = 16,30$$



**Графикон бр. 2 – Обрт на побарувања од купувачите на Макпетрол АД Скопје  
(2010 – 2014)**



Од добиените вредности за висината на показателот за обрт на побарувањата за периодот 2010 – 2014 год. може да се види дека Макпетрол АД Скопје остварил најголем обрт на побарувањата во 2014-та година, кога побарувањата од купувачите се трансформирале 16,3 пати во парични средства во текот на годината. Ова укажува на ефикасна наплата на побарувањата од купувачите во оваа година.

➤ **Просечен период на наплата на побарувања**

Просечен период на наплата на побарувањата =

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

= 365/стапка на обрт на побарувања од купувачите

$$\text{Просечен период на наплата на побарувањата (2010)} = \frac{365}{14,05} = 25,98 \text{ дена}$$

$$\text{Просечен период на наплата на побарувањата (2011)} = \frac{365}{15,64} = 23,34 \text{ дена}$$

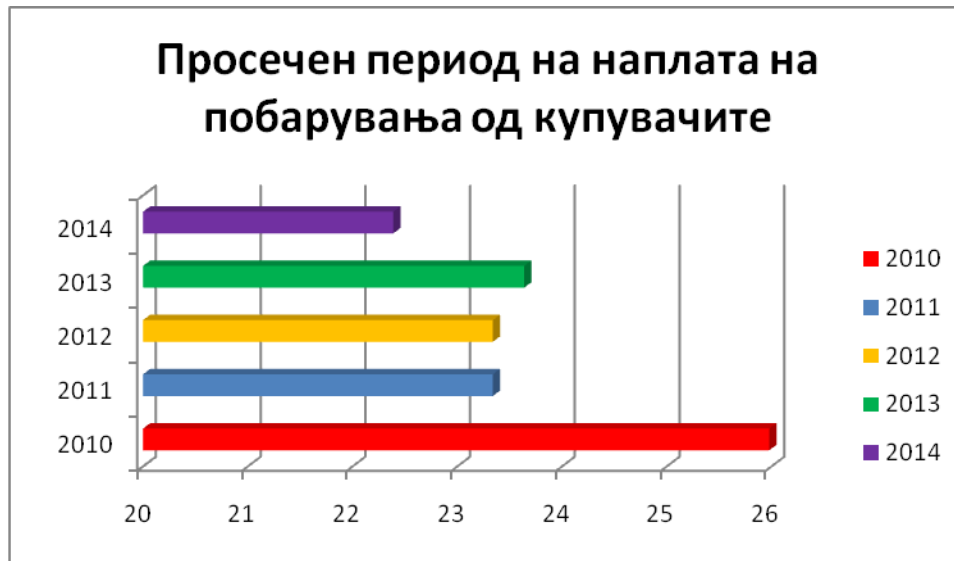
$$\text{Просечен период на наплата на побарувањата (2012)} = \frac{365}{15,64} = 23,34 \text{ дена}$$

$$\text{Просечен период на наплата на побарувањата (2013)} = \frac{365}{15,44} = 23,64 \text{ дена}$$

$$\text{Просечен период на наплата на побарувањата (2014)} = \frac{365}{16,3} = 22,39 \text{ дена}$$

Просечниот период на наплата на побарувањата е најмал во 2014-та година и изнесува 22,39 дена. Доколку го споредиме овој показател во текот на анализираните години, може да видиме дека од година во година неговата вредност е сè помала, што укажува на тоа дека компанијата презема мерки за наплата на своите побарувања од купувачите, преку зголемување на ефикасноста во работењето на службата одговорна за ова. Според аналитичарите оптимална вредност на овој показател е до 30 дена. Оттука, може да се заклучи дека во сите пет години од анализираниот период компанијата остварила оптимална вредност на овој показател.

**Графикон бр. 3** – Просечен период на наплата на побарувања од купувачите на  
Макпетрол АД Скопје (2010 – 2014)



➤ **Стапка на обрт на обврските кон добавувачите**

$$\text{Стапка на обрт на обврски спрема добавувачите} = \frac{\text{вредност на годишна набавка на стоки и материјали на кредит}}{\text{просечно салдо на обврски спрема добавувачите}}$$

$$\text{обрт на обврски спрема добавувачите (2010)} = \frac{19\,447\,376}{\frac{2\,142\,140 + 2\,076\,577}{2}} = \frac{19\,447\,376}{2\,927\,408} = 6,64$$

$$\text{обрт на обврски спрема добавувачите (2011)} = \frac{22\,712\,868}{\frac{2\,846\,393 + 2\,142\,140}{2}} = \frac{22\,712\,868}{2\,494\,267} = 9,11$$

$$\text{обрт на обврски спрема добавувачите (2012)} = \frac{22\,702\,881}{\frac{2\,724\,104 + 2\,846\,393}{2}} = \frac{22\,702\,881}{2\,785\,249} = 8,15$$

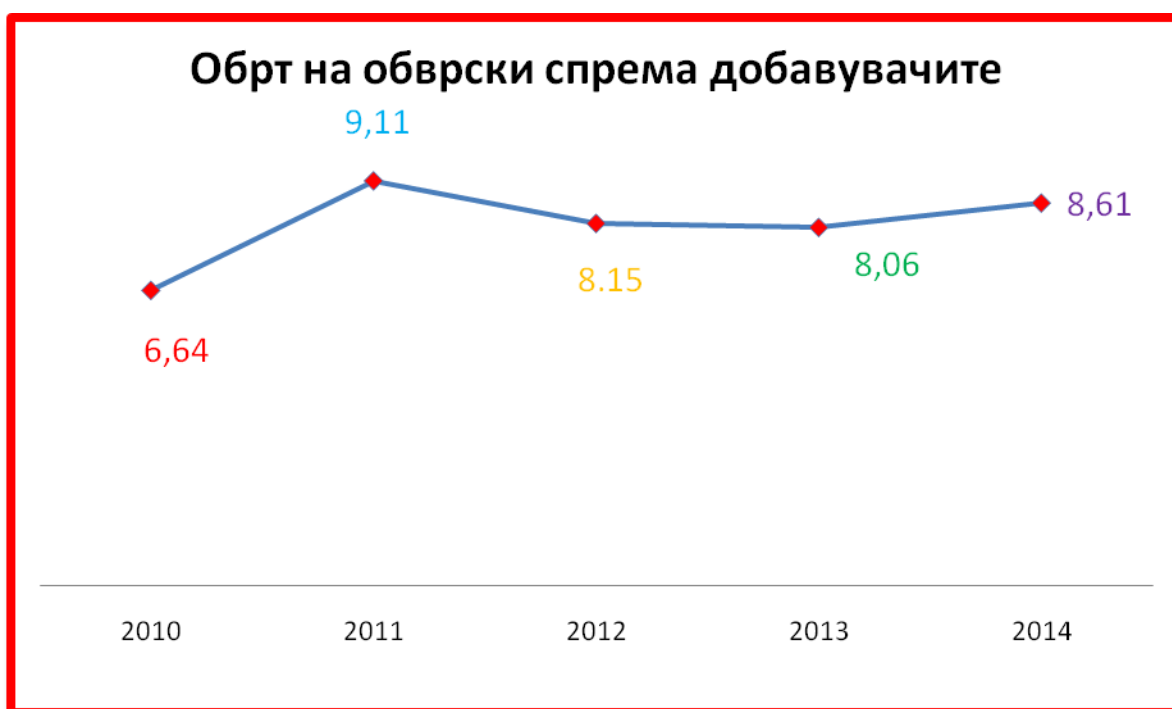
$$\text{обрт на обврски спрема добавувачите (2013)} = \frac{19\,391\,026}{\frac{2\,090\,542 + 2\,724\,104}{2}} = \frac{19\,391\,026}{2\,407\,323} = 8,06$$

$$\text{обрт на обврски спрема добавувачите (2014)} = \frac{18\,465\,909}{\frac{2\,197\,328 + 2\,090\,542}{2}} = \frac{18\,465\,909}{2\,143\,935} = 8,61$$

Обврските спрема добавувачите се најмали во 2013-та година, кога и стапката на обрт на обврските спрема добавувачите го има својот најмал износ. Ова укажува на намалување на ефикасноста на компанијата во исплатата на

обврските кон добавувачите. Доколку овој показател се спореди со показателот за обрт на побарувањата од купувачите, може да се заклучи дека Макпетрол АД Скопје побрзо ги наплаќа своите побарувања од купувачите, во однос на исплатата на обврските кон своите доверители. Ова може да биде добро за компанијата, меѓутоа ненавременото сервисирање на обврските може да доведе до нарушување на деловните односи на компанијата, како и непотребни трошоци во случаи на поведување судски спорови.

**Графикон бр. 4** –Стапка на обрт на обврски спрема добавувачите на Макпетрол АД Скопје (2010 – 2014)



➤ **Просечен период на плаќање на обврски спрема добавувачите**

$$\text{Просечен период на плаќање на обврски спрема добавувачите} = \frac{365}{\text{стапка на обрт на обврски спрема добавувачите}}$$

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

$$\begin{aligned}\text{просечен период на плаќање на обврски спрема добавувачите (2010)} &= \frac{365}{6,64} \\ &= 54,97 \text{ дена}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{просечен период на плаќање на обврски спрема добавувачите (2011)} &= \frac{365}{9,11} \\ &= 40,07 \text{ дена}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{просечен период на плаќање на обврски спрема добавувачите (2012)} &= \frac{365}{8,15} \\ &= 44,79 \text{ дена}\end{aligned}$$

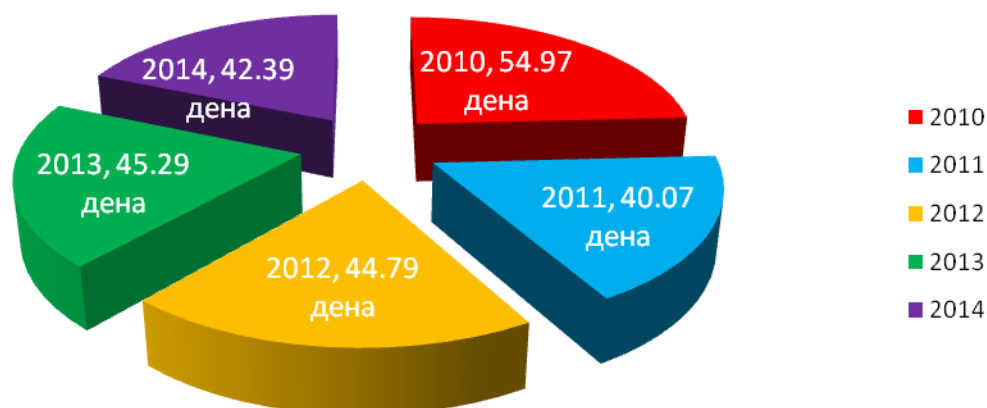
$$\begin{aligned}\text{просечен период на плаќање на обврски спрема добавувачите (2013)} &= \frac{365}{8,06} \\ &= 45,29 \text{ дена}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{просечен период на плаќање на обврски спрема добавувачите (2014)} &= \frac{365}{8,61} \\ &= 42,39 \text{ дена}\end{aligned}$$

Во 2011-та година на компанијата Макпетрол АД Скопје ѝ биле потребни најмалку денови за покривање на своите обврски спрема добавувачите. Висината и на овој показател, споредена со деновите на наплата на побарувањата од купувачите, го потврдува фактот дека компанијата многу подоцна ги плаќа своите обврски кон добавувачите, во однос на побрзата наплата на побарувањата од купувачите.

**Графикон бр. 4** –Просечен период на плаќање на обврски спрема добавувачите на Макпетрол АД Скопје (2010 – 2014)

### Просечен период на плаќање на обврски спрема добавувачите



#### ➤ Показател за обрт на залихите

Коефициент на обрт на залихите =  $\frac{\text{трошоци на продадени производи}}{\text{просечно салдо на залихи}}$

$$\text{Коеф. на обрт на залихите (2010)} = \frac{19\,447\,376}{\frac{1\,020\,989 + 1\,142\,376}{2}} = \frac{19\,447\,376}{1\,081\,686} = 17,98$$

$$\text{Коеф. на обрт на залихите (2011)} = \frac{22\,712\,868}{\frac{1\,281\,967 + 1\,020\,989}{2}} = \frac{22\,712\,868}{1\,151\,478} = 19,72$$

$$\text{Коеф. на обрт на залихите (2012)} = \frac{22\,702\,881}{\frac{1\,501\,784 + 1\,281\,967}{2}} = \frac{22\,702\,881}{1\,391\,876} = 16,31$$

$$\text{Коеф. на обрт на залихите (2013)} = \frac{19\,391\,026}{\frac{1\,704\,211 + 1\,501\,784}{2}} = \frac{19\,391\,026}{1\,602\,998} = 12,09$$

$$\text{Коеф. на обрт на залихите (2014)} = \frac{18\,465\,909}{\frac{1\,169\,230 + 1\,704\,211}{2}} = \frac{18\,465\,909}{1\,436\,721} = 12,85$$

Најголем обрт на залихите бил остварен во 2011-та година, во вредност од 19,72, кога просечниот период на врзување има најмала вредност и изнесува 18,51 дена. Ова значи дека во 2011-та година компанијата 19,72 пати ги претвора своите парични средства во залихи и со продажбата ги претвора залихите повторно во парични средства.

#### ➤ Денови на врзување во залихи

$$\text{Денови на врзување во залихи} = \frac{365}{\text{стапка на обрт на залихи}}$$

$$\text{денови на врзување во залихи (2010)} = \frac{365}{17,98} = 20,30 \text{ дена}$$

$$\text{денови на врзување во залихи (2011)} = \frac{365}{19,72} = 18,51 \text{ дена}$$

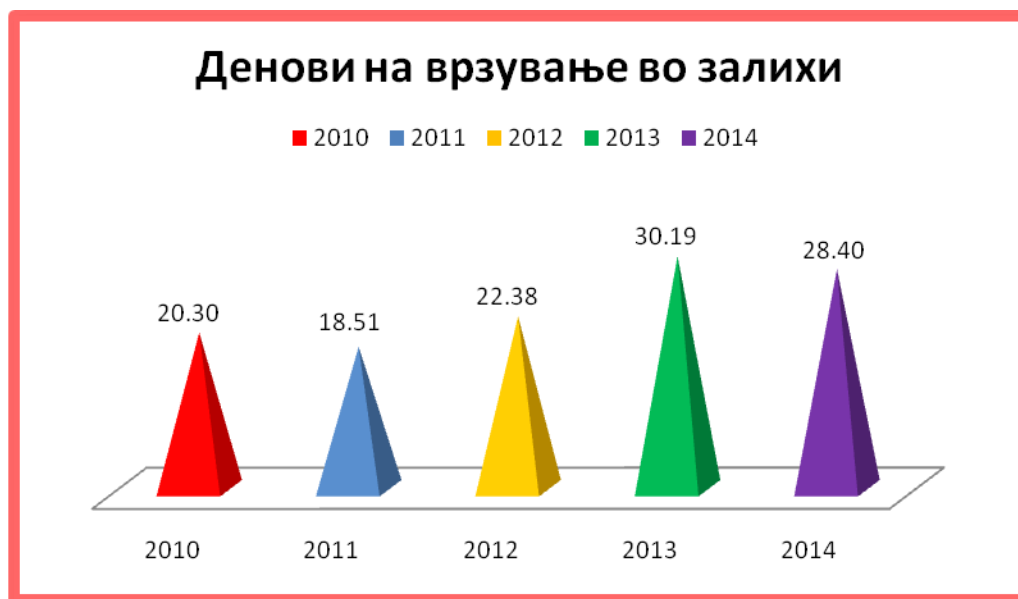
$$\text{денови на врзување во залихи (2012)} = \frac{365}{16,31} = 22,38 \text{ дена}$$

$$\text{денови на врзување во залихи (2013)} = \frac{365}{12,09} = 30,19 \text{ дена}$$

$$\text{денови на врзување во залихи (2014)} = \frac{365}{12,85} = 28,40 \text{ дена}$$

Показателот денови на врзување во залихи го покажува просечниот број денови во кои средствата на компанијата се врзани во различни видови залихи. Овој показател за компанијата Макпетрол АД Скопје во анализираниот период има вредности од околу 20 до 30 денови. Тргувајќи од фактот дека според аналитичарите оптимална вредност на деновите на врзување во залихи е максимално 2 месеца, може да се заклучи дека компанијата одржувала оптимално ниво на обрт на залихите, во текот на анализираниот петгодишен период.

**Графикон бр. 5** –Показател денови на врзување во залихина Макпетрол АД  
Скопје (2010 – 2014)



➤ **Обрт на постојани средства**

Показател на обрт на основни средства =  $\frac{\text{приходи од продажба}}{\text{просечни основни средства}}$

$$\text{обрт на основни средства (2010)} = \frac{21\,249\,755}{\frac{5\,324\,214 + 5\,435\,477}{2}} = \frac{21\,249\,755}{5\,379\,846} = 3,95$$

$$\text{обрт на основни средства (2011)} = \frac{24\,724\,951}{\frac{5\,504\,957 + 5\,324\,214}{2}} = \frac{24\,724\,951}{5\,414\,586} = 4,57$$

$$\text{обрт на основни средства (2012)} = \frac{24\,464\,174}{\frac{5\,541\,598 + 5\,504\,957}{2}} = \frac{24\,464\,174}{5\,523\,278} = 4,43$$

$$\text{обрт на основни средства (2013)} = \frac{21\,129\,547}{\frac{5\,554\,151 + 5\,541\,598}{2}} = \frac{21\,129\,547}{5\,547\,875} = 3,81$$

$$\text{обрт на основни средства (2014)} = \frac{20\,429\,907}{\frac{5\,395\,517 + 5\,554\,151}{2}} = \frac{20\,429\,907}{5\,474\,834} = 3,73$$



За оптимален износ на овој показател се смета 2:1. Во сите пет години компанијата остварила поголем обрт од оптималниот. Вредноста на овој показател покажува дека секој денар вложен во фиксни средства во текот на анализираниот период генерира од 4 до 5 денари приходи од продажба.

### 7.1.2. Финансиски показатели за оценка на финансиските перформанси

#### ➤ Стапка на поврат на капитал (ROE)

$$\text{Поврат на капитал (ROE)} = \frac{\text{нето — добивката — дивиденди на преференцијални акции}}{\text{просечен акционерски капитал}}$$

$$\text{Поврат на капитал (2010)} = \frac{-244\,804}{\frac{2\,799\,732 + 4\,033\,838}{2}} = \frac{-244\,804}{3\,416\,785} = -0,0716 = -7,16\%$$

$$\text{Поврат на капитал (2011)} = \frac{25\,671}{\frac{3\,808\,969 + 2\,799\,732}{2}} = \frac{25\,671}{3\,304\,351} = 0,0077 = 0,77\%$$

$$\text{Поврат на капитал (2012)} = \frac{-58\,592}{\frac{3\,750\,377 + 3\,808\,969}{2}} = \frac{-58\,592}{3\,779\,673} = -0,0155 = -1,55\%$$

$$\text{Поврат на капитал (2013)} = \frac{-203\,199}{\frac{3\,547\,041 + 3\,750\,377}{2}} = \frac{-203\,199}{3\,648\,709} = -0,0557 = -5,57\%$$

$$\text{Поврат на капитал (2014)} = \frac{-124\,229}{\frac{3\,399\,283 + 3\,547\,041}{2}} = \frac{-124\,229}{3\,436\,223} = -0,0361 = -3,61\%$$

Исто како и повратот на вкупните средства ROA, така и стапката на поврат на капиталот во сите години, освен во 2011-та, има негативна вредност. Ова секако не е добар сигнал за работењето, бидејќи секој инвеститор и кредитор е

## ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

заинтересиран да вложува во компании кои работат добро и вложуваат во исплатливи инвестициски проекти.

**Табела бр. 1-** Стапка на поврат на капитал (ROE) на Макпетрол АД Скопје (2010-2014)

	ROA	ROE
2010	-2,9%	-7,16%
2011	0,3%	0,77%
2012	-0,65%	-1,55%
2013	-2,3%	-5,57%
2014	-1,45%	-3,61%

Од табелата може да се види дека во периодот од 2010-та до 2014-та година и стапката на поврат на вкупните средства и стапката на поврат на капиталот имаат негативни вредности, освен во 2011 та година, што се должи на позитивниот финансиски резултат што е остварен единствено во оваа година. Ова најверојатно се должи на глобалната економска криза која го зафати светот и на која не остана имуна ниту македонското стопанство, а посебно оваа дејност која е во целост увозно ориентирана.

➤ **Показател заработувачка / загуба по акција**

$$\text{Заработувачка по акција} = \frac{\text{нето добивка} - \text{дивиденди на преференцијални акции}}{\text{пондериран просечен број на обични акции во промет}}$$

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

$$\text{загуба по акција (2010)} = \frac{-244\,804\,000}{112\,382} = 2\,178 \text{ денари загуба по акција}$$

$$\text{добивка по акција (2011)} = \frac{25\,671\,000}{112\,382} = 228 \text{ денари добивка по акција}$$

$$\text{загуба по акција (2012)} = \frac{-58\,592\,000}{88\,785} = 660 \text{ денари загуба по акција}$$

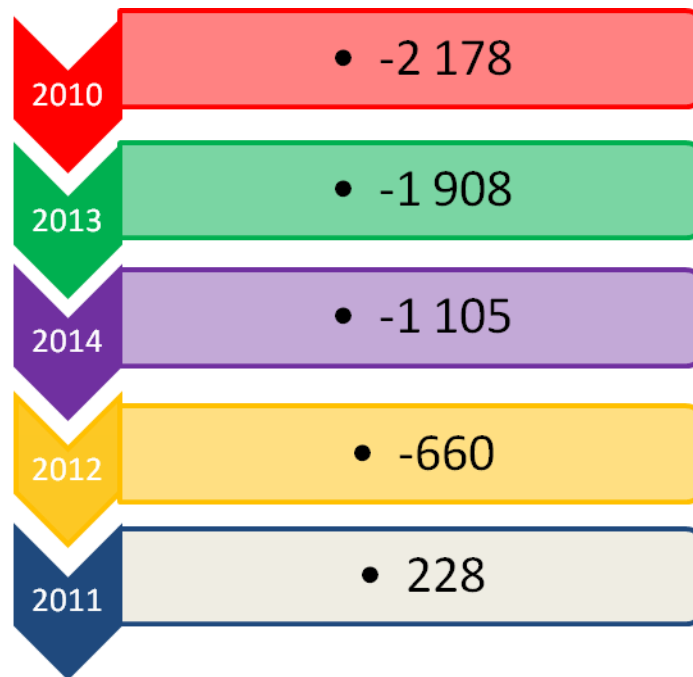
$$\text{загуба по акција (2013)} = \frac{-203\,199\,000}{106\,480} = 1\,908 \text{ денари загуба по акција}$$

$$\text{загуба по акција (2014)} = \frac{124\,229\,000}{112\,382} = 1\,105 \text{ денари загуба по акција}$$

Од пресметаните вредности може да се види дека единствено во 2011-та година компанијата Макпетрол АД Скопје остварила добивка по акција, во износ од 228 денари. Во сите останати години компанијата остварила негативен финансиски резултат, односно загуба по акција, чијашто најголема вредност е достигната во 2010-та година, 2 78 денари загуба по акција.

**Графикон бр. 6** –Показател добивка/загуба по акција на Макпетрол АД Скопје  
(2010 – 2014)

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ



➤ **Рацио цена-заработувачка по акција**

$$\text{Цена /заработувачка по акција} = \frac{\text{пазарна цена на една акција}}{\text{заработувачка по една акција}}$$

$$\text{цена – заработка по акција (2010)} = \frac{30\,000}{-2\,178} = -13,77$$

$$\text{цена – заработка по акција (2011)} = \frac{26\,643}{228} = 116,85$$

$$\text{цена – заработка по акција (2012)} = \frac{16\,250}{-660} = -24,62$$

$$\text{цена – заработка по акција (2013)} = \frac{18\,641}{-1\,908} = -9,77$$

$$\text{цена – заработка по акција (2014)} = \frac{23\,103}{-1\,105} = -20,91$$

Овој финансиски показател покажува колку пати пазарната цена на акцијата ја надминува заработувачката по акција. Како резултат на тоа што компанијата остварила загуба по акција во четирите анализирани години, пресметката на овој показател го губи своето значење.

➤ **Тековно рацио**

$$\text{Тековно рацио} = \frac{\text{тековни средства}}{\text{тековни обврски}}$$

$$\text{тековно рацио (2010)} = \frac{3\,004\,803}{4\,072\,581} = 0,74$$

$$\text{тековно рацио (2011)} = \frac{3\,490\,774}{5\,184\,683} = 0,67$$

$$\text{тековно рацио (2012)} = \frac{3\,521\,575}{5\,309\,796} = 0,66$$

$$\text{тековно рацио (2013)} = \frac{3\,396\,150}{5\,400\,641} = 0,63$$

$$\text{тековно рацио (2014)} = \frac{2\,762\,950}{4\,759\,184} = 0,58$$

Тргувајќи од фактот дека аналитичарите за задоволителна вредност на овој показател ја сметаат вредноста поголема од 2, во сите пет години анализираната компанија не го исполнува овој услов. Според пресметаните вредности компанијата во анализираниот период располага со тековни средства чијашто вредност е помала од вредноста на обврските што треба да се платат во блиска иднина. Ова укажува на лоша финансиска состојба на компанијата, состојба во која таа не можела навреме да ги сервисира доспеаните тековни обврски со тековните средства со кои располага

➤ **Брзо рацио**

$$\text{Брзо рацио} = \frac{\text{тековни средства} - \text{залихи}}{\text{тековни обврски}}$$

$$\text{брзо рацио (2010)} = \frac{3\,004\,803 - 1\,020\,989}{4\,072\,581} = 0,49$$

$$\text{брзо рацио (2011)} = \frac{3\,490\,774 - 1\,281\,967}{5\,184\,683} = 0,43$$

$$\text{брзо рацио (2012)} = \frac{3\,521\,575 - 1\,501\,784}{5\,309\,796} = 0,38$$

$$\text{брзо рацио (2013)} = \frac{3\,396\,150 - 1\,704\,211}{5\,400\,641} = 0,31$$

$$\text{брзо рацио (2014)} = \frac{2\,762\,950 - 1\,169\,230}{4\,759\,184} = 0,33$$

Како и тековното рацио така и брзото рацио покажува вредности помали од оптималната вредност. Според аналитичарите брзото рацио треба да има износ поголем од 1. Најмала вредност овој показател имал во 2013-та година, кога тековните средства намалени за залихите, покривале само 31% од тековните обврски на компанијата, со што повторно се потврдува неликвидноста на компанијата во овој период.

#### ➤ Рацио долг/капитал

$$\text{Рацио долг/капитал} = \frac{\text{вкупни обврски}}{\text{капитал}}$$

$$\text{рацио долг – капитал (2010)} = \frac{4\,072\,581}{2\,799\,732} = 1,45$$

$$\text{рацио долг – капитал (2011)} = \frac{5\,186\,762}{3\,808\,969} = 1,36$$

$$\text{рацио долг – капитал (2012)} = \frac{5\,313\,099}{3\,750\,377} = 1,42$$

$$\text{рацио долг – капитал (2013)} = \frac{5\,403\,260}{3\,547\,041} = 1,52$$

$$\text{рацио долг – капитал (2014)} = \frac{5\,759\,184}{3\,399\,283} = 1,69$$

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Во сите пет години од анализираниот период, капиталот обезбеден од надворешни извори го надминува сопствениот капитал на компанијата. Ова се должи најмногу на големите обврски на компанијата по основ на краткорочни кредити. Показателот долг капитал е најголем во 2014-та година и изнесува 1,69, што покажува дека на секои 100 денари сопствен капитал компанијата обезбедува 169 денари капитал од надворешни извори. Ова укажува на висока задолженост на компанијата и потпирање на туѓи извори на финансирање, факт кој негативно влијае на перцепцијата на сите заинтересирани субјекти за способноста на компанијата за ефикасно работење во иднина.

Како резултат на остварениот негативен финансиски резултат во четири од петте анализирани години, компанијата не исплатила дивиденди на обичните акционери. Оттука, показателите дивиденда по акција и принос од дивиденда имаат вредност 0.

Остварениот негативен финансиски резултат се должи на повеќе причини. Пред сè, лошата економска и политичка состојба во нашата земја има огромно влијание врз финансиските резултати на компаниите, па, така, и врз анализираната компанија. Големата стапка на невработеност во Република Македонија носи со себе мала куповна моќ на купувачите. Населението сè повеќе се ориентира кон набавки на половни возила и автогас. Сè повеќе е застапен нелегалниот увоз на нафтени деривати. Истовремено, како резултат на инвестициите кои ги прави Макпетрол АД Скопје кои ги финансира по пат на кредити од деловните банки, компанијата се соочува со високи износи на камати (во 2014та година нивниот износ е најголем и изнесува 160 649 000 денари) кои секако имаат огромно влијание врз финансискиот резултат. Свој удел во загубата секако имаат и зголемените износи на средства врзани во залихи на сировини за производство на биодизел и залихите на биодизел како и опаднатите приходи на компанијата од другите дејности. Единствено компанијата остварила позитивен финансиски резултат во 2011та година кога и покрај лошите економски услови и политичка нетрпеливост Макпетрол АД Скопје остварила добивка од 25 671 268 денари. Пред сè оваа добивка се должи на залихите на готови производи и

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

недовршено производство на крајот на годината кои се поголеми за 111 368 000 денари во однос на почетокот на годината. Токму оваа година компанијата ги промовирала своите нови горива од програмата „Ултра“.

За подобрување на своето работење, тргнувајќи од високата стапка на задолженост на компанијата, потребно е анализираната компанија да ги намали своите инвестиции финансирани од надворешен капитал кој со себе повлекува огромни финансиски расходи. Тековното рацио на компанијата покажува дека во целокупниот анализиран период Макпетрол АД Скопје има тековни обврски кои се повисоки од нејзините тековни средства. Ова со себе носи проблеми со ликвидноста кој е еден од најголемите фактори за остварување на негативен финансиски резултат.



## Заклучок

Финансиското известување претставува колекција и презентација на тековните и историските финансиски информации на претпријатието. Основен извор на податоци за ефективното и ефикасното работење на компаниите се токму финансиските извештаи содржани во нивниот годишниот извештај. Освен внатрешните корисници како што се менаџерите и вработените, кои ги користат ваквите информации за донесување одлуки, овие информации се особено важни и за надворешните корисници, пред сè инвеститорите, како тековните така и потенцијалните. Инвеститорите се заинтересирани за остварување одредена стапка на поврат на вложените средства. Оттука, при донесување на своите одлуки за инвестирање тие ги земаат во обзир не само тековните резултати од работењето на компаниите, туку и минатите перформанси, врз основа на кои „погледнуваат“ во иднината и ги утврдуваат очекуваните идни перформанси на компаниите. Оваа постапка на селекција, евалуација и интерпретација на финансиските податоци ја претставува финансиската анализа, чијашто основна задача е утврдување на финансиските и оперативните перформанси на претпријатијата. Основна алатка за остварување на оваа задача е финансиската рачно анализа, која опфаќа пресметка на финансиски показатели кои претставуваат хоризонтални, вертикални и временски споредби на билансните позиции. Врз основа на информациите кои им ги презентираат на финансиските аналитичари, финансиските показатели се групираат во две групи- финансиски показатели за оценка на оперативните перформанси и финансиски показатели за оценка на финансиските перформанси на компаниите. Првата група на финансиски показатели овозможуваат оценка на тоа како компанијата ја менаџира својата продажба, остварените трошоци и своите залихи. Овде спаѓаат:

*-стапката на поврат на вкупни средства*, која претставува мерило за продуктивноста на средствата;

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

-*нето-профитната маржа*, како врска помеѓу остварените приходи и расходи, која покажува колку денари нето-добивка генерирала компанијата од секој денар остварена продажба;

-*стапка на обрт на вкупни средства*, која дава информација за остварените приходи од продажба на секој денар инвестирани средства;

-*приход по вработен* е финансиски показател кој е мерило за тоа дали постои превработеност во компанијата (секој непродуктивен вработен носи непродуктивно врзување на средствата и зголемување на трошоците на претпријатието);

-*обрт на побарувањата од купувачите*, кој покажува колку брзо компанијата остварува наплата на побарувањата од купувачите и *просечен период на наплата на побарувањата* кој покажува колку денови се потребни за наплата на побарувањата од купувачите. Малите вредности на овие два показатели се сигнал за финансиски потешкотии на купувачите, премногу либерални услови за плаќање, несоодветно работење на одделот за наплата или, пак, постоење на ненаплатливи побарувања кои треба да се отпишат;

-*стапка на обрт на залихите*, кој на финансиските аналитичари им обезбедува информации за ефикасноста во одржување на оптимално ниво на залихи. Поголемата вредност на овој показател укажува на брза замена на залихите, наспроти ниските вредности кои се сигнал за нивна застареност, оштетени залихи или, пак одржување преголемо ниво на залихи, кое со себе носи и поголеми непотребни трошоци за компанијата. Тесно поврзан со овој показател е показателот *денови на врзување на залихите*, кој го покажува бројот на денови на чување на залихите пред да се оствари нивна продажба и како таков може да биде добар или лош сигнал во зависност од дејноста на компанијата;

-*стапка на обрт на основните средства* е финансиски показател кој дава информации за тоа колку денари приходи од продажба компанијата остварува на еден ден инвестиран во фиксни средства. Ниската вредност на овој показател е

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

знак за вишок на произведен капацитет, нецелосно користење на основните средства или, пак, нивна оштетеност и застареност.

Втората група на финансиски показатели, за оценка на финансиските перформанси на компаниите, ги вклучува следниве показатели:

-*стапка на поврат на капиталот*, која е мерило за користа која ја добиваат обичните акционери и како таква претставува однос меѓу остварената нето-добивка намалена за исплатените дивиденди на преференцијалните акционери и акционерскиот капитал;

-*стапка на заработка по акција*, која е особено важна како за тековните, така и за потенцијалните инвеститори при донесување на нивните одлуки дали да инвестираат во одредена компанија или не. Овој финансиски показател се добива кога намалената нето-добивка за исплатените дивиденди на сопствениците на преференцијални акции ќе се подели со просечниот број обични акции во оптек;

-*целосно разводнета заработка по акција* се пресметува кога компанијата има издадено конвертибилни хартии од вредност (конвертибилни приоритетни акции или пак конвертибилни обврзници) и ја претставува заработката по акција под претпоставка дека сите сопственици на конвертибилни хартии од вредност ќе ја искористат својата опција за нивна замена за одреден број на обични акции;

- *рацио цена/заработка по акција* кој ја покажува цената која треба да се плати за да се добие еден денар од заработката на компанијата и како таков се пресметува како однос помеѓу пазарната цена на акцијата и заработката по акција;

-*тековно рацио* е показател за мерење на кредитниот ризик на компанијата и покажува дали компанијата има доволно тековни средства за да ги покрие своите тековни обврски во моментот на нивно доспевање;

-*показателот за старост на побарувањата* е особено значаен за потенцијалните кредитори на компанијата, во согласност со кој се врши групирање на побарувањата според нивната старост. Вообичаено, побарувањата постари од

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

90 дена се сметаат за ненаплатливи. Според сметководствените фирми побарувањата постари од една година треба да бидат отпишани;

-*брзо рацио* е финансиски показател кој претставува построга варијанта на тековното рацио. Се пресметува така што од тековните средства се одземаат залихите, кои се сметаат за најнеликвидни тековни средства (голем дел од залихите кои ги поседува компанијата можат да бидат застарени, оштетени и сл.) и ваквата вредност се става во однос со тековните обврски;

-*парични текови од работење во однос со тековните обврски* претставува однос помеѓу паричните текови од оперативните активности на компанијата и тековните обврски. Овој показател не ги зема предвид паричните текови од инвестициски и финансиски активности, бидејќи се смета дека овие текови настануваат како резултат на еднократен настан кој можеби во иднина веќе воопшто нема да се повтори;

-*рацио долг/капитал* е мерило за тоа кој го сноси финансискиот ризик-сопствениците на компанијата или кредиторите. Станува збор за показател кој се добива како однос на две финансиски позиции, вкупните обврски на компанијата и вкупниот капитал;

-*стапка на покриеност на каматата* укажува на способноста на компанијата да ги покрие своите обврски по основ на камата, со остварената заработка. Основен недостаток на овој показател е тоа што не дава информации за принципиелното отплаќање на каматата од страна на компанијата.

Она што е особено важно е фактот дека за да се добие целосна слика за работењето на компанијата потребно е пресметка на сите овие показатели, кои даваат значајни информации за различни аспекти од работењето на компанијата. Добиените вредности сами по себе, изолирано, немаат големо значење, туку својата вредност ја добиваат кога ќе се споредат со индустриските просеци, поставените стандарди, со нивните минати вредности или, пак, со истите показатели на другите компании во рамките на дејноста.

ОЦЕНКА НА ОПЕРАТИВНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ ПЕРФОРМАНСИ НА КОМПАНИИТЕ, СО ПОСЕБЕН  
ОСВРТ НА РИЗИЧНОСТА ОД ВЛОЖУВАЊАТА ВО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Кога станува збор за вреднувањето на хартиите од вредност на компанијата особено важни се нивните карактеристики. Обврзниците како хартии од вредност можат да бидат повеќе или помалку привлечни за инвеститорите, во зависност од тоа дали станува збор за обични обврзници или, пак, обврзници кои имаат карактеристика на отповикливост или конвертибилност. Отповикливите обврзници му даваат право на издавачот да ја „купи назад“ т.е. да ја отповика обврзницата пред доспевање. Најчесто, како резултат на оваа привилегија издавачите на отповикливите обврзници плаќаат дополнителна премија. Конвертибилноста, пак, како карактеристика на обврзниците, ја зголемува нивната атрактивност на тој начин што им дава право на инвеститорите кои сакаат да учествуваат во растот на компанијата, меѓутоа не сакаат да купат акции како резултат на нивната променливост во цената, да ги претворат своите обврзници во одреден број обични акции во услови на раст на акцијата.

Класичниот метод на вреднување на акциите како хартии од вредност тргнува од две основни гледишта, историскиот принос од дивиденда и очекуваниот принос од дивиденда во иднина. Историскиот принос од дивиденда ги мери минатите перформанси и ги прикажува дивидендите за последните 12 месеци, поделени со тековната пазарна цена на акцијата. Предноста на историскиот принос од дивиденда е неговата објективност и можност за споредба со другите компании. За разлика од историскиот принос од дивиденда, очекуваниот принос од дивиденда е идната очекувана дивиденда поделена со тековната пазарна цена на акцијата. Ова мерило е особено важно, бидејќи секоја индивидуа која инвестира во акции денес, сака да знае колкав принос ќе му донесе акцијата во иднина, а не приносот остварен во минатото. Освен класичниот метод на вреднување на акциите, сè повеќе примена наоѓаат современи методи на вреднување на акциите, како што се методот на вреднување на акциите врз основа на паричните текови, врз основа на заработката и остварените приходи од продажба.

Сè почесто финансиските аналитичари при вреднување на акциите и донесување на одлуките тргнуваат од паричните текови на компанијата, бидејќи

токму паричните текови се основи за дополнителни инвестирања, ангажирање на стручен кадар, развој на нови производи и пробивање на нови пазари. По пат на овој метод вредноста на акцијата се пресметува кога вредноста на компанијата, *CV*, ќе се подели со бројот на акции на компанијата.

Вториот метод на вреднување на акциите по пат на заработката, тргнува од заработката на компанијата пред камати и даноци EBIT. Овој метод вклучува пресметка на т.н. EBIT мултипликатор за индустријата, кој се пресметува како однос помеѓу вредноста на водечката компанија во индустријата со заработката пред камати и даноци за акцијата и претставува основа за вреднување на компаниите во рамките на една индустрија.

Третиот современ метод на вреднување на акциите на компаниите врши пресметка на продажен мултипликатор. Овој метод вредноста на акцијата ја одредува кога производот од остварените продажби на компанијата и продажниот мултипликатор ќе се подели со бројот на акции на компанијата во оптек.

Она што треба да се нагласи е дека пресметката на финансиските показатели не претставува крајна точка во финансиската анализа. Имено, пресметаните показатели сами по себе не даваат значајни информации за работењето на компанијата. Клучните вредности од показателите се добиваат кога ќе се споредат со нивните историски вредности, со просекот на индустријата или, пак, со поставените стандарди. Доколку се сака да се добие целосна слика за успешноста на работењето на компанијата, како оперативно, така и финансиско, потребно е да се земат предвид финансиските показатели од различни аспекти на работењето (показатели на задолженоста, показатели на профитабилноста, финансиски показатели на активноста и сл.), како и влијанието на останати квалитативни фактори, кои сметководството не може да ги вреднува, а имаат исклучително значајно влијание врз работата и развојот на компаниите (потесно опкружување – економско, политичко и сл., стручност на вработени и менаџери, конкуренција, глобални услови на стопанисување итн.).

### Преглед на користена литература (References)

1. Aryasri A R, *"Managerial Economics and Financial Analysis"*, The McGraw-Hill Companies, 2007
2. A.Helfert Erich, *"Financial Analysis Tools and Techniques: A Guide for Managers"*, The McGraw-Hill Companies, 2001
3. Atrill P., *"Financial Management for Decision Makers fifth edition"*, FT Prentice Hall, 2009
4. Bodie Z., Kane A., Marcus A., *"Investments"*, McGraw-Hill Education , 2005
5. Bull R., *"Financial Ratios: How to use financial ratios to maximize value and success"*, CIMA Publishing, 2008
6. David E. Vance, *"Financial Analysis & Decision making"*, The McGraw-Hill Companies, 2003
7. Davidson Sidney, Stickney P. Clyde, Weil L. Roman , *"Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods and Uses"*, Dryden Press, 1985.
8. Fridson S. Martin, Alvarez F., *"Financial Statement Analysis: A Practitioner Guide"*, John Wiley&Sons, 2002.
9. Fabozzi J. Frank, *"Bond Portfolio Management"*, 2<sup>nd</sup> edition, John Wiley&Sons, 2001
10. Fridson M. & Alvarez F., *"Financial statement analyses: A practitioner's Guide, John Wiley& Sons"*, 2011
11. Фотов Р., *"Финансиски менаџмент"*, Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, 2010
12. Frenkel M., Hommel U., Rudolf M., *"Risk Management: Challenge and Opportunity"*, 2<sup>nd</sup> edition, Springer, 2005
13. Garvey R. Paul, *"Analytical Methods for Risk Management: A Systems Engineering Perspective"*, CRC Press, 2009

14. Horngren, Sundem, Elliot, Philbrick, *"Introduction to financial accounting"*, Pearson education, 2006
15. H. Gibson Charles, *"Financial reporting & Analysis"*, 2003
16. Ingersoll J.Jonathan, *"Theory of Financial Decision Making"*, Rowman and Littlefield Publishers , 1987
17. Институт за овластени ревизори, *„Финансиско известување“*, 2009
18. Joshua G., *"Financial Statement Analysis: How to Use Financial Information to Make Informed Business Decisions"*, Talomin Books, 2004
19. Jae K. Shim & Joel G. Siegel, *"Handbook of Financial Analysis, Forecasting and Modeling"*, 2007
20. Jablonsky F.Stephen, Barsky P.Noah, *"The manager's guide to financial statement analysis"*, Wiley, 2001
21. Koen M., Oberholster J., *"Analysis and Interpretation of Financial Statements"*, Juta and Company Limited, 1999
22. Костадиновски А., *„Основи на финансиско сметководство“*, Универзитет „Гоце Делчев“, Штип, 2009 год.
23. LC Posthumus, Basson N., Olivier P., Watney A., *"Principles of Financial Management"*, Juta&Co Jtd 2000
24. Марковски С. & Недев Б., *„Сметководство на менаџментот“*, Економски факултет-Скопје, 2003
25. Ѓ.Трајковска Оливера & Колева Благица, *„Анализа на финансиските извештаи“*, Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, 2013
26. Ѓ.Трајковска Оливера , *„Финансиската анализа како методолошки инструмент за оценка на финансиската стабилност и успешност на компаниите“*.
27. Peterson P. Pamela & Fabozzi J. Frank , *"Analysis of financial statements"*, John Wiley&Sons, 2013
28. Palepu & Healy, *"Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements"*, Thomson Learning, 2008



29. Reilly & Brown, *"Investment Analysis and Portfolio Management"*, Cengage Learning, 2009
30. Талевска С., *„Принципи и организација на сметководството“*, Економски факултет-Прилеп, 2008
31. Томовски Т. Серафим, *„Основи на сметководство“*, Сојуз на сметководители, финансисти и ревизори на РМ, Скопје, 1996
32. Вајлд Џ. Џон, Кен В. Шо, Чиапета Барбара, *„Основни сметководствени принципи“*, McGraw-Hill, 2008
33. Taylor H.D., Glezen G.W., *Auditing: an Assertions Approach*, John Wiley & Sons, New York 1997.
34. Walton Peter, *"Financial Statement Analysis: An International Perspective"*, Business Press, Thomson Learning, 2000.
35. Wey W. Frank, *"Financial Statement Analysis for the Credit Professional"*, National Association of Credit Management", 1993.
36. White I. Gerald, Ashwinpaul C.Sondhi, Fried Dov, *"The Analysis and Use of Financial Statements"*, Wiley, 2003.
37. White I. Gerald, Sondhi C. Ashwinpaul, Fried Dov, *"The Analysis and Use of financial Statements: version 1.0 "*, Wiley, 2002.
38. White I. Gerald, Sondhi C. Sondhi, Fried Dov, *"Solutions Manual to Accompany The Analysis and Use of Financial Statements"*, Wiley, 2001.
39. Wild J. John, Bernstein A. Leopold, K.R.Subramanyam, Halsey F. Robert, *"Financial Statement Analysis"*, McGraw-Hill, 2003.
40. Woelfel J. Charles, *"Financial statement analysis"*, Probus Pub.Co, 1988.
41. Woelfel J. Charles, *"Financial Statement Analysis"*, The Investor's Self-study Guide to Interpreting &Analyzing Financial Statements, McGraw-Hill Professional, 1993.
42. Won Wook Choi, *"Financial Statement Analysis the Study of Return on Common Equity and Intangible Assets"*, Columbia University, 1993.
43. Вуњак Ненад, *„Финансиски менаџмент“*, Економски факултет Суботица, 2001.

44. Николоски Пеце, „Организација на ревизијата на финансиските извештаи“, Економски факултет, Прилеп, 2004.
45. Пашовска Ш. Силвана, „Политиката на финансирање, дивидендната политика и степенот на нивната корелација во компаниите“, Скопје, 2005
46. Петроска-Ангеловска Неда, „Готовинскиот тек и ликвидноста во претпријатијата“, Скопје, 2007.
47. Laing Kenneth Gregory, “Financial Statement Analysis”, Butterworths, 1996.
48. Lee Tom: Corporate Audit Theory, Chapman and Hall, London 1993.
49. Malcolm Warner Malcolm, “International Encyclopedia of Business and Management”, Routledge, 1996.
50. Mueller G. Gerhard, Gernon Helen, Meek K. Gary, “Accounting: an International Perspective”, Irwin, 1996.
51. Mulford W. Charles, Comiskey E. Eugen, “Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance”, John Wiley and Sons, 2005.
52. O’Berry Denise, “Small Business Cash Flow: Strategies for Making Your Business a Financial Success”, Wiley-Interscience”, 2007.
53. Palepu G. Krishna, Healy M. Paul, Bernard LewisVictor, “Business analysis&valuation: using financial statements: text&cases”, Thomson Learning, 2004.
54. Penman H. Stephen, “Financial Statement Analysis and security Valuation”, McGraw-Hill/Irwin, 2001.
55. Peterson P. Pamela, Fabozzi J. Frank, “Analysis of Financial Statements”, John Wiley and Sons, 1999.
56. Pinson Linda, “Anatomy of a Business Plan: A Step-by-step Guide to Building a Business and Securing Your Company’s Future”, Dearborn Trade Publishing, 2001.
57. Pratt P. Shannon, Niculita V. Alina, “Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies”, McGraw-Hill Professional, 2007.
58. Riahi-Belkaoui Ahmed, “Financial Analysis and the Predictability of Important Economic Events”, Greenwood Publishing Group, 1998.
59. Robinson R. Thomas, Munter Paul, Grant Julia, “Financial Statement Analysis:A Global Perspective”, Pearson/Practisce Hall, 2004.

60. Ross A. Stephen, Westerfield W. Randolph, Jaffe Jeffrey, "Corporate Finance", McGraw-Hill Higher Education, 2006.
61. Samuels John, R.E.Brayshaw, J.M.Craner, "Financial Statement Analysis in Europe", Chapman&Hall, 1995.

*Internet references:*

1. [http://www.finance.gov.mk/files/u11/ifrs\\_for\\_sms.pdf](http://www.finance.gov.mk/files/u11/ifrs_for_sms.pdf)
2. <http://www.mse.mk/mk/>
3. [www.makpetrol.com.mk](http://www.makpetrol.com.mk)
4. [www.mkfondovi.com](http://www.mkfondovi.com)
5. <http://www.rmahq.org/about-rma>